

PROCES-VERBAL *
DE LA 194e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 MARS 1985 A 10 HEURES

Sont présents: le Président de la Nederlandsche Bank et Président du Comité, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, Boot et Brockmeijer; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Adriaens; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Glesle, Rieke et Häusler; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par M. Papademos; le Gouverneur de la Banque de France, M. Camdessus, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. Breen et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Maserà; le Vice-Gouverneur de la Bank of England, M. McMahon, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; M. Russo, Directeur Général des Affaires économiques et financières à la Commission des Communautés européennes, accompagné par M. Mingasson le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assiste, en outre, M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en indiquant qu'il a estimé convenable en tant que Président du Comité de rendre visite, le 6 mars 1985, à M. Delors, nouveau Président de la Commission, qui est aussi chargé des affaires monétaires; il rendra compte brièvement de cette visite sous le point III de l'ordre du jour. M. Delors a exprimé ses regrets de ne pouvoir participer à la séance du Comité d'aujourd'hui, ses obligations de

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 15 avril 1985, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

Président exigeant sa présence à Strasbourg au Parlement européen; il espère pouvoir venir plus souvent à l'avenir aux séances de Bâle.

Le Président souhaite la bienvenue à M. McMahon, Deputy Governor de la Bank of England, qui, après cinq ans, revient à Bâle et au Comité réchauffer de vieux souvenirs.

I. Approbation du procès-verbal de la 193e séance

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif, le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 193e séance.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE:

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de février et des premiers jours de mars 1985;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques.

M. Dalgaard commente brièvement le rapport annexé au procès-verbal.

M. Szász indique que les Suppléants recommandent l'adoption du rapport "concertation" par le Comité.

Le Président constate que le Comité adopte le rapport qui sera transmis aux Ministres des Finances selon la procédure habituelle.

M. Szász indique qu'en liaison avec l'évolution récente sur les marchés des changes, les Suppléants ont évoqué les quelques points ci-après:

1) Le volume des transactions sur les marchés des changes est difficile à quantifier mais il est probablement considérable si l'on tient compte par exemple de l'ampleur des interventions coordonnées.

2) Les interventions intramarginales à l'achat ont porté principalement sur des monnaies du SME mais aussi sur des monnaies tierces et des Ecus privés. A cet égard, deux suggestions d'étude ont été avancées:

- l'étude des incidences sur la politique monétaire d'interventions importantes sous la forme d'achats de monnaies du SME dont le produit est ajouté aux réserves officielles, placé ensuite sur les marchés et pourrait, ultérieurement, être réutilisé pour des interventions à la vente; ce sujet pourrait être confié au "Groupe Raymond" et la question d'un mandat pourrait être évoquée à l'occasion de l'examen du rapport semestriel No 26 de ce groupe;
- l'étude de la possibilité de réduire les interventions intramarginales en monnaies du SME - monnaies dont la disponibilité est limitée - en exploitant davantage les marges de fluctuation et en augmentant la souplesse d'action sur les taux d'intérêt; les Suppléants reviendront sur cette question et verront si le "Groupe Dalgaard" pourrait, au cours de ses rencontres ordinaires, étudier comment on pourrait peut-être formuler des règles de comportement dans ce domaine.

3) Les experts et les Suppléants ont discuté la manière de déclarer la composition des réserves officielles en monnaies. Il a été reconnu que les banques centrales émettrices puissent être informées des montants de leur monnaie détenus par leurs partenaires. Toutefois, étant donné qu'un échange d'informations formel et entièrement multilatéral soulèverait des problèmes, des échanges informels et globalisés, centralisés par le Secrétariat, pourraient être envisagés; les Suppléants se réservent de revenir sur cette question.

Le Président propose au Comité de prendre acte de ces diverses intentions et suggestions:

- mandat d'étude par le "Groupe Raymond", à mettre au point en mai, sur les effets des interventions sur les politiques monétaires;
- étude éventuelle par le "Groupe Dalgaard" des questions soulevées par les interventions intramarginales (disponibilité des monnaies du SME, flexibilité à l'intérieur de la bande, etc.);
- procédure informelle de déclaration des avoirs détenus en monnaies du SME.

III. Echange de vues préalable à la réunion informelle du Conseil ECOFIN

Le Président rappelle qu'en décembre un quasi-accord avait été trouvé sur un "paquet" de mesures concernant l'amélioration de l'utilisation de l'Ecu officiel mais que, faute d'unanimité sur le caractère significatif et équilibré de ces mesures, le Comité est resté dans une impasse; il ajoute qu'il a eu depuis lors des contacts avec les Gouverneurs, notamment deux d'entre eux, et que sous ce point de l'ordre du jour il voudrait aborder ce que l'on appelle le "paquet", les procédures à engager, y compris la manière de rendre compte des travaux du Comité à Palerme, enfin les perspectives à plus long terme concernant les travaux sur le SME et l'Ecu.

Le "paquet" laissé en suspens comprend trois éléments: le relèvement du taux de rémunération des Ecus à un niveau de marché, le mécanisme de mobilisation et l'extension à des banques centrales de pays tiers et à des institutions monétaires internationales de la possibilité de détenir des Ecus. Le Président propose d'ajouter un quatrième élément, à savoir, sans abroger la limite d'acceptation de 50% en Ecus qui resterait la règle générale, toute banque centrale ayant une position débitrice nette en Ecus serait tenue, lorsqu'elle deviendrait créancière, d'accepter des règlements à 100% en Ecus jusqu'au moment où sa position en Ecus retrouverait le niveau de son allocation initiale.

M. Godeaux expose sa position dans les termes résumés ci-après. La Banque Nationale de Belgique attache une grande importance au SME et elle est soucieuse qu'il puisse progresser et peut-être servir de modèle pour les développements ultérieurs à l'échelle mondiale; elle attache également une grande importance au mandat de Rambouillet et souhaitait qu'un progrès significatif et équilibré soit accompli dans le fonctionnement des mécanismes du SME et notamment dans l'utilisation des Ecus officiels. Pour prendre position, deux points doivent être soulignés:

- d'une part, le SME et ses facilités de crédit n'ont pas conduit, comme on aurait pu le craindre, au financement du laxisme des pays faibles; au contraire, le système a puissamment joué, notamment en Belgique, comme un instrument de la convergence des politiques et n'a donc pas retardé les ajustements nécessaires;

- d'autre part, l'expérience, durement apprise en 1983 par la Banque Nationale de Belgique conduit à constater que, sauf en cas de fortes pressions à l'intérieur du système, les interventions aux limites, telles qu'elles étaient prévues, présentent de graves inconvénients; elles tendent en particulier à donner une image de faiblesse à la monnaie en cause, qui a des répercussions importantes sur la confiance des marchés.

Un véritable progrès dans l'utilisation de l'Ecu devrait tenir compte de ces deux constatations, et il faudrait que les mécanismes de crédit du SME puissent servir à financer les interventions intramarginales qui tendent à devenir la règle.

La mesure que le Président propose d'ajouter n'aura qu'une signification symbolique mais sera de peu d'importance en pratique étant donné que, pour un règlement à 100% en Ecus, il faudra tout d'abord qu'une banque centrale soit débitrice en Ecus, c'est-à-dire ait utilisé des Ecus à la suite d'interventions faites à la limite.

M. Godeaux précise qu'il continue à croire que le contenu du "paquet" est faible, son analyse reste donc la même mais sa conclusion politique est différente; il accepte d'être dans une situation de minorité et que la majorité décide. Une attitude de ce genre est adoptée avec le double espoir qu'elle ouvre la voie à d'autres progrès - la progression de l'intégration communautaire suppose que le vote à la majorité puisse se produire - et que le dossier des améliorations du SME ne soit pas pour autant considéré comme fermé.

Le Président remercie M. Godeaux et précise que, dans le débat du Comité qui s'ouvre, il recherche l'unanimité et pas la majorité.

M. Pöhl se félicite de l'intention du Président de tenter encore une fois, avant Palerme, d'aboutir à un accord entre les Gouverneurs. S'agissant de la visite du Président du Comité au Président de la Commission, il reconnaît que c'est un acte de courtoisie opportun; toutefois la Commission, comme c'était le cas dans le passé, devrait être représentée régulièrement aux séances du Comité par le Commissaire chargé des questions monétaires; or cela ne s'est pas produit depuis six mois, et les Gouverneurs n'ont pas pu discuter avec le Commissaire responsable des progrès du SME et notamment des projets de la Commission.

Le "paquet" composé de trois éléments a été longuement étudié et le retard intervenu est regrettable. Si la nature même d'un compromis fait que personne n'est entièrement satisfait, les mesures envisagées constituent des améliorations. Ainsi le relèvement de la rémunération est important si l'on veut rendre l'Ecu attrayant, notamment pour les tiers détenteurs. La facilité de mobilisation présente également une importance pratique certaine, en particulier pour des interventions intramarginales. Celles-ci sont effectivement devenues prédominantes et jusqu'ici leur financement n'a pas posé de problèmes. La possibilité, à l'avenir, de mobiliser des Ecus contre devises devrait encore faciliter ce type d'intervention. En revanche, une extension à ces interventions des facilités de financement est très discutable; d'une part, ces facilités ont été mises en place pour les interventions obligatoires aux limites et il s'agirait donc de changer une pièce importante du SME; d'autre part, toute intervention intramarginale n'est pas justifiée et des crédits trop généreux risqueraient de retarder les ajustements et de créer un potentiel de tensions qui pourrait être préjudiciable pour le système lui-même. Par ailleurs, la Deutsche Bundesbank a toujours montré une présomption favorable à l'égard des interventions intramarginales. Il ne faut pas oublier enfin que les limites d'intervention ont une fonction dans le SME; si une monnaie va systématiquement ou chroniquement vers le point d'intervention, c'est une indication qu'une adaptation du cours est opportune, nécessaire ou même inévitable. On ne peut pas partir de l'hypothèse que le SME continuera à fonctionner pendant des années sans réaligement.

La quatrième mesure que le Président propose d'introduire dans le "paquet" risque de compliquer un peu l'accord mais elle peut être acceptée si les Gouverneurs et M. Godeaux la jugent importante.

M. Pöhl ajoute que, sur le plan formel, il doit faire une réserve quant à son accord définitif sur le "paquet" jusqu'à l'approbation par le Conseil de la Bundesbank qui se réunit le jeudi 14 mars. En ce qui concerne la suite à donner au dossier SME, il faudrait peut-être refermer celui-ci pour l'instant; 9 mois de travaux y ont été consacrés et d'autres progrès touchant l'Ecu officiel n'apparaissent guère possibles dans un avenir proche. Le renforcement du SME reste certes souhaitable mais il devrait se faire dans les domaines débordant la compétence des Gouverneurs, comme par exemple l'entrée de la livre sterling dans le mécanisme de change, entrée qui est de nature à être bénéfique à la fois au Royaume-Uni

et à l'ensemble du SME.

Enfin, M. Pöhl indique que, dans la mesure où l'accord sur le "paquet" sera conclu aujourd'hui, il serait bon que le Président du Comité fasse, le moment venu, une déclaration afin de bien montrer le rôle des Gouverneurs dans ce domaine.

M. McMahon se réfère à l'invitation ou suggestion de M. Pöhl concernant la participation de la livre sterling au mécanisme de change du SME. La position officielle du Royaume-Uni a été que la livre entrerait lorsque le temps serait considéré comme mûr. Bien sûr, une telle attitude ne peut pas être maintenue indéfiniment et certaines des inquiétudes qui avaient été exprimées du côté anglais ont perdu de leur acuité. Les mouvements du dollar ont aussi rendu plus attrayante la participation à une zone de stabilité des changes. M. McMahon ajoute qu'il s'exprime à titre personnel; il rendra compte aux autorités britanniques des remarques faites par les Gouverneurs et il invite ceux-ci à faire part à Palerme de leur souhait concernant la participation de la livre au SME.

M. Ciampi marque son accord sur le "paquet" tel qu'il a été présenté par le Président et exprime son espoir que l'opinion personnelle de M. McMahon sur l'entrée de la livre sterling dans le mécanisme de change du SME devienne bientôt la position officielle du Royaume-Uni.

M. Camdessus remercie le Président pour les efforts qu'il a faits pour sortir le Comité de l'impasse, en proposant notamment un nouvel élément qui peut donner l'impression que ce n'est pas M. Godeaux qui rejoint ses collègues mais plutôt ceux-ci qui vont vers M. Godeaux. Grâce à l'accord qui est en train de se faire, les Gouverneurs pourront renouveler leurs centres d'intérêt et se tourner vers des questions plus importantes. Comme M. Godeaux l'a fait remarquer, le SME n'est plus exactement ce qu'il était. Pendant quelques années, il a été écartelé par les divergences des politiques économiques, le risque de réalignements. Ce n'est plus tellement la situation actuelle et il est temps d'appliquer à d'autres sujets la grande capacité de coopération qui a permis dans le passé de régler de redoutables problèmes. Il se pourrait, en particulier, que "l'atterrissage" du dollar ne se fasse pas aussi heureusement qu'au cours des quelques dernières journées et que les pays de la Communauté doivent alors agir ensemble pour faire face aux difficultés. A ce titre, les suggestions du Président pour des travaux ultérieurs sur le SME

apparaissent très intéressantes. Il est important en effet que ces questions continuent d'être étudiées attentivement par les Gouverneurs qui en sont les professionnels, sinon on court le risque que d'autres s'en saisissent. En d'autres termes, si le dossier actuel de l'Ecu devait être fermé, les réflexions ne devraient pas être arrêtées; il ne faudrait pas faire de l'Ecu qui a grandi un bonsaï, c'est-à-dire un petit arbre que les Japonais ont appris à maintenir à l'état infantin.

Le Président indique qu'il reviendra sur les perspectives à plus long terme dans quelques instants. Dans l'immédiat, il constate l'accord des Gouverneurs sur le "paquet" tel qu'il a été défini. S'agissant des procédures, il propose que les textes nécessaires pour mettre en oeuvre les mesures du "paquet" soient préparés par le "Groupe Dalgaard"; celui-ci pourrait peut-être profiter des séances d'avril pour se réunir, les Gouverneurs pouvant adopter et signer les textes à leur séance de mai. En ce qui concerne la question des tiers détenteurs d'Ecus, une décision du Conseil ECOFIN est nécessaire pour laquelle les services de la Commission sont invités à préparer un projet de Règlement.

Le Président recueille l'assentiment des Gouverneurs pour qu'il rende compte oralement à Palerme de l'accord réalisé aujourd'hui sur le renforcement du SME; il rappellera aux Ministres que certaines des questions évoquées à Rambouillet et en Irlande relèvent de la compétence ministérielle. Il a été dit que des progrès devraient être faits dans ces domaines, par exemple la libération des mouvements de capitaux, certains semblent être engagés mais d'autres sont probablement possibles et nécessaires.

M. Russo précise que la Commission préparera à l'intention du Conseil un projet de Règlement sur les tiers détenteurs d'Ecus pour lequel l'avis du Parlement européen et du Comité économique et social est requis.

Le Président revient sur la question de la publicité évoquée par M. Pöhl; il estime opportun de rendre public l'accord des Gouverneurs avant la réunion de Palerme et il pense le faire selon le moyen le plus adapté, mais il serait peut-être préférable d'attendre le 14 mars lorsque la réserve formelle de M. Pöhl pourra être levée.

Dans le programme de travail du Comité discuté en janvier, les perspectives à plus long terme du SME et de l'Ecu ont été mentionnées pour après la réalisation de l'accord sur le "paquet" technique. Le Comité peut donc maintenant les aborder et à cet égard la rencontre avec le Président Delors a été enrichissante. M. Delors, qui connaît bien ses dossiers, est parfaitement conscient des positions des Gouverneurs et des banques centrales dans les différents Etats membres et des positions et de la jurisprudence du Comité des Gouverneurs; il est prêt à respecter ces positions et il a réitéré son intention de coopérer étroitement avec les Gouverneurs. Plus précisément, il ne semble avoir l'intention ni de ressusciter les propositions que la Commission avaient présentées en décembre 1984, ni de placer les Gouverneurs devant de nouvelles Résolutions et il se propose d'établir une relation de travail pragmatique avec le Comité. M. Delors, bien entendu, a évoqué différentes idées à propos du SME et de l'Ecu, idées qu'il a également exposées dans sa déclaration au Parlement européen.

L'obstacle du "paquet" étant maintenant franchi, le Président propose que le Comité se penche sur des questions à plus long terme du genre "Où allons-nous? Quelle est notre visée ultime? Comment progresser? En quoi développer l'Ecu?" Pour ces questions de prospective qui n'ont pas été posées récemment, la Présidence du Comité et des Suppléants préparera un document de réflexion qui serait d'abord examiné par les Suppléants, dans un premier temps en mai. Après avoir été revu, ce texte serait soumis aux Gouverneurs et, dans le cadre de ces réflexions, les questions présentées par M. Delors seraient bien entendu évoquées.

Le Comité marque son accord sur les propositions du Président.

IV Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Répartition des frais du Secrétariat du Comité de l'année 1984

M. Szász indique que les Suppléants recommandent l'approbation de la note du Secrétariat qui a été distribuée avant la séance de février.

Le Président constate l'accord du Comité.

- Renouvellement du mandat de M. Dalgaard Président du groupe d'experts sur les marchés des changes.

Le Président rappelle que, lors de sa séance de février 1982, le Comité a nommé M. Dalgaard Président du groupe d'experts pour un mandat de trois ans expirant le 31 mars 1985 et qu'à cette occasion il avait précisé qu'une telle nomination devrait être considérée comme renouvelable. Sur la base de ses propos d'il y a trois ans et de contacts officieux, le Président propose de confier à M. Dalgaard un nouveau mandat de trois ans à la tête d'un groupe qu'il préside avec une grande compétence et une grande efficacité.

Le Comité approuve la proposition du Président.

*

*

*

Le Président indique que M. Breen, Directeur Général de la Central Bank of Ireland, est dans ce cercle pour la dernière fois; ce départ crée une note de tristesse car les Gouverneurs ont apprécié la présence de M. Breen et la regretteront. En 1984, avec beaucoup de charme irlandais et beaucoup de détermination, M. Breen a rendu compte régulièrement des travaux du Comité des Suppléants, permettant ainsi aux Gouverneurs de se rendre compte de la grande qualité et utilité de son action. La tristesse du départ est teintée de joie à l'idée que, dans sa carrière future, M. Breen aura certainement des activités très intéressantes, qui prouvent d'ailleurs qu'il a plus confiance dans l'Ecu privé que dans l'Ecu officiel. Au nom du Comité, le Président remercie M. Breen et lui adresse tous les meilleurs voeux.

V. Date et lieu de la prochaine séance

Ainsi qu'il a déjà été annoncé en janvier, la prochaine séance aura lieu à Bâle, exceptionnellement le lundi 15 avril 1985 à 11 heures.

RAPPORT SUCCINCT
SUR L'EVOLUTION DES MARCHES DES CHANGES DES PAYS
DONT LES BANQUES CENTRALES PARTICIPENT A LA CONCERTATION

FEVRIER 1985

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation*, ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de février et les premiers jours de mars 1985.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En février, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- raffermissement du dollar EU, qui a atteint de nouveaux sommets par rapport à la plupart des autres monnaies; toutefois, les interventions concertées des banques centrales, effectuées sur une vaste échelle au cours des deux derniers jours du mois, l'ont contraint à céder une partie, mais pas la totalité, du terrain gagné précédemment;
- stabilité et absence de tensions au sein du SME, ce qui s'est traduit par une légère réduction de la largeur de la bande de fluctuation étroite;
- appréciation du yen japonais et, dans une moindre mesure, de la livre sterling par rapport à toutes les autres monnaies, excepté le dollar EU.

* Banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Suisse, du Japon, du Canada et des Etats-Unis.

Le dollar EU s'est apprécié de quelque 5% vis-à-vis de la plupart des monnaies européennes, d'environ 4% par rapport à la livre sterling et au dollar canadien et d'environ 2% à l'égard du yen japonais. La monnaie américaine a de nouveau été confortée par la poursuite de la forte activité économique aux Etats-Unis et d'une faible inflation. Les préoccupations concernant un éventuel resserrement de la politique monétaire pour freiner une croissance de la masse monétaire se situant au-delà de l'objectif ont également joué en sa faveur. De plus, on ne s'attendait plus guère à une vive résistance de la part des banques centrales malgré l'intervention, à trois reprises au début du mois, des autorités américaines. La hausse du dollar est allée en s'accroissant après que des niveaux techniquement importants aient été franchis et après des déclarations de responsables, tant aux Etats-Unis que dans d'autres pays, sur l'efficacité limitée des interventions. A la fin du mois, le dollar avait progressé de 8 à 9% par rapport à la plupart des monnaies européennes, atteignant des niveaux records dans quelques cas. Vers la fin de février cependant, lorsque l'ascension du dollar s'est ralentie, des interventions massives des banques centrales européennes l'ont fait fléchir quelque peu. Les autorités américaines se sont jointes à l'action coordonnée en intervenant de nouveau pour s'opposer à une reprise de la hausse du dollar.

Au sein du SME, les conditions sont demeurées stables et aucune tension n'est apparue. Mis à part un affaiblissement de la lire italienne, on n'a relevé aucune modification importante dans les positions relatives des monnaies participantes. La largeur de la bande de fluctuation étroite s'est légèrement réduite, de 2,0 à 1,8%.

Les pressions qui se sont exercées sur le cours de change entre le deutsche mark et le dollar EU jusqu'à la dernière semaine de février s'expliquent non seulement par l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt, associé à l'attente d'une poursuite de la montée des taux d'intérêt aux Etats-Unis, mais aussi, et surtout, par des transactions de caractère spéculatif et les doutes croissants quant à la volonté des banques centrales d'intervenir vigoureusement. De ce fait, le cours DM/\$EU a quelquefois frôlé la barre DM 3,48, ce qui constitue le niveau le plus faible du deutsche mark depuis treize ans. Pour mettre un terme à ce mouvement de hausse unilatéral du dollar et réintroduire le risque de mouvements à la hausse comme à la baisse sur le marché, la Bundesbank, ainsi que la quasi-totalité des banques centrales européennes et la Federal Reserve Bank, ont décidé d'entreprendre des interventions concertées

qui ont permis de ramener pendant quelque temps le cours du dollar à DM 3,27. Au sein du SME, le deutsche mark a enregistré de faibles gains et s'est rapproché du centre de la bande.

Le franc français est demeuré stable au sein du mécanisme de change européen, se maintenant légèrement au-dessus de sa parité vis-à-vis du deutsche mark. La demande de francs émanant tant des résidents que des non-résidents est restée soutenue tout au long du mois et s'est renforcée notablement en début et en fin de période. Dans ces conditions, les réserves de change nettes de la France ont continué de progresser, en dépit d'une participation active aux interventions concertées des banques centrales.

Durant les premiers jours de février, le franc belge est resté proche de sa parité vis-à-vis du mark et a affiché une légère prime par rapport au florin. Par la suite, le franc s'est progressivement replié. En fin de période, il était revenu pratiquement à parité vis-à-vis du florin et affichait une décote de près de 1/2% par rapport au mark.

Grâce à quelques interventions de soutien et à un nouvel affermissement des taux d'intérêt, le florin néerlandais s'est stabilisé près de la limite inférieure de la bande de fluctuation.

La couronne danoise est restée la monnaie la plus forte de la bande étroite, en raison de la poursuite des importations de capitaux privés.

La livre irlandaise s'est légèrement redressée au sein de la bande du SME; elle a cependant dû être quelque peu soutenue par la Central Bank of Ireland au début et à la fin du mois.

Au cours de la première quinzaine de février, la lire italienne s'est maintenue au sommet de la bande du SME, puis s'est dépréciée pendant la seconde partie du mois, pour s'établir aux environs du milieu du système. La Banca d'Italia est intervenue en achetant des deutsche marks dans la première quinzaine et en vendant des dollars au cours de la seconde.

Protégée par des taux d'intérêt élevés, la livre sterling a fait preuve de fermeté par rapport à la plupart des monnaies pendant une bonne partie du mois et ses mouvements ont reflété dans une large mesure les fluctuations du dollar EU. Cependant, lorsque les prix du pétrole au comptant se sont inscrits en baisse vers la fin du mois, le marché a brièvement modifié son attitude à l'égard de la livre sterling, qui est tombée à ce moment-là à des niveaux jamais enregistrés tant à l'égard du dollar qu'en termes effectifs. Elle s'est légèrement redressée par la suite, en raison du recul du dollar

provoqué par les interventions concertées des banques centrales; sur l'ensemble du mois, son indice pondéré a baissé de 0,3, pour se situer à 71,3.

La drachme grecque a fléchi de 6,9% par rapport au dollar EU et de 2,0% vis-à-vis de l'Ecu. Son cours de change effectif s'est déprécié de 3,6%.

Le relèvement des taux du marché monétaire a permis de stopper le mouvement de baisse du franc suisse par rapport aux monnaies autres que le dollar. Par la suite, l'accroissement habituel de la demande lié à l'échéance mensuelle s'est traduit par une légère appréciation.

Sous l'influence principalement du raffermissement du dollar EU, la couronne suédoise s'est dépréciée en termes effectifs. Vers la fin du mois de février, son indice est remonté à 133,0, contre 131,50 environ un mois auparavant.

La couronne norvégienne a reculé de quelque 0,4% en termes effectifs. La hausse du dollar EU a provoqué vers la fin du mois des tensions sur le marché interne et la Norges Bank a dû intervenir en vendant des dollars EU. La situation fondamentale de la balance des paiements demeure forte.

Devant la hausse continue des taux d'intérêt américains et l'envolée du dollar EU, le dollar canadien a fortement régressé en février. Malgré un élargissement sensible des écarts des taux d'intérêt à court terme en faveur de la monnaie canadienne, les ventes à des fins commerciales et spéculatives de dollars canadiens ont été considérables et son cours a baissé au total d'environ 4% par rapport au dollar EU et de plus de 3% sur une base pondérée.

Le yen japonais a fortement fléchi par rapport au dollar EU au début de février, en raison de l'accroissement de l'écart des taux d'intérêt à long terme entre le Japon et les Etats-Unis. Il est tombé en dessous de yens 260 vis-à-vis du dollar pour la première fois depuis novembre 1982. Au milieu du mois, il s'est nettement redressé sous l'effet de ventes massives de dollars. Vers la fin du mois, marquée par un recul des principales monnaies européennes par rapport au dollar, le yen a oscillé aux alentours du taux de yens 260, grâce aux ventes régulières de dollars des exportateurs. De ce fait, il a atteint des niveaux records à l'égard des principales monnaies européennes.

II. INTERVENTIONS

En février, les ventes nettes de dollars des banques centrales se sont élevées à \$EU 7,1 milliards, contre \$EU 1,3 milliard en janvier. Le

chiffre net de février se décompose en \$EU 7,5 milliards de ventes brutes et \$EU 0,4 milliard d'achats bruts.

Les principaux vendeurs nets de dollars ont été la Deutsche Bundesbank, la Banque du Canada et la Banca d'Italia. La Banque du Japon, la Federal Reserve Bank, la Banque de France et la Nederlandsche Bank ont également cédé d'importantes quantités de dollars.

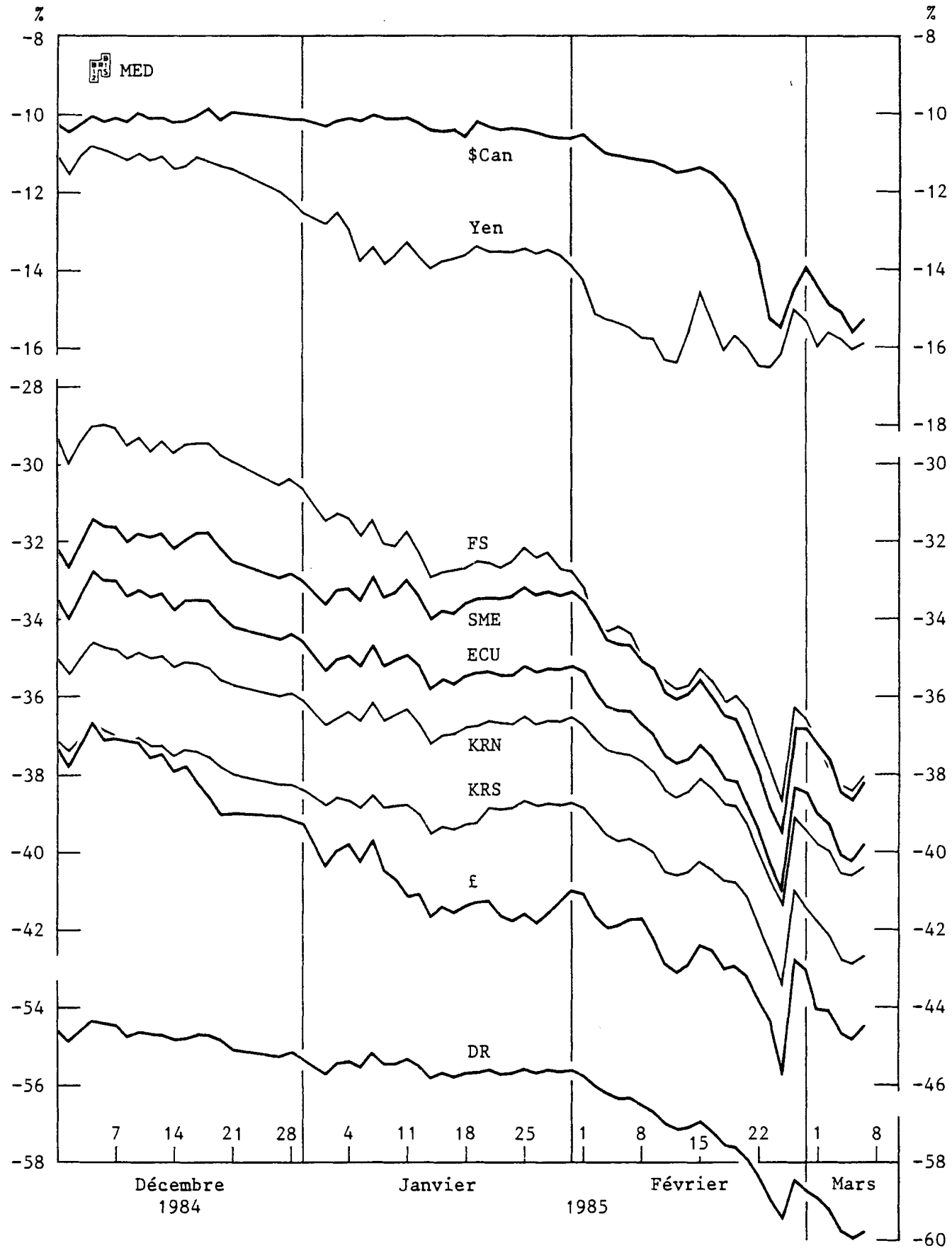
Les interventions en monnaies communautaires se sont élevées à l'équivalent de \$EU 1,4 milliard en février, contre \$EU 0,8 milliard en janvier. Ces interventions ont consisté principalement en achats et ventes de deutsche marks effectués à l'intérieur des marges par la Banque de France et la Banca d'Italia.

Les interventions brutes en autres monnaies ont atteint l'équivalent de \$EU 0,5 milliard; elles ont consisté en achats de yens japonais et de francs suisses effectués principalement par la Banque de France durant les premiers jours du mois.

III. PREMIERS JOURS DE MARS

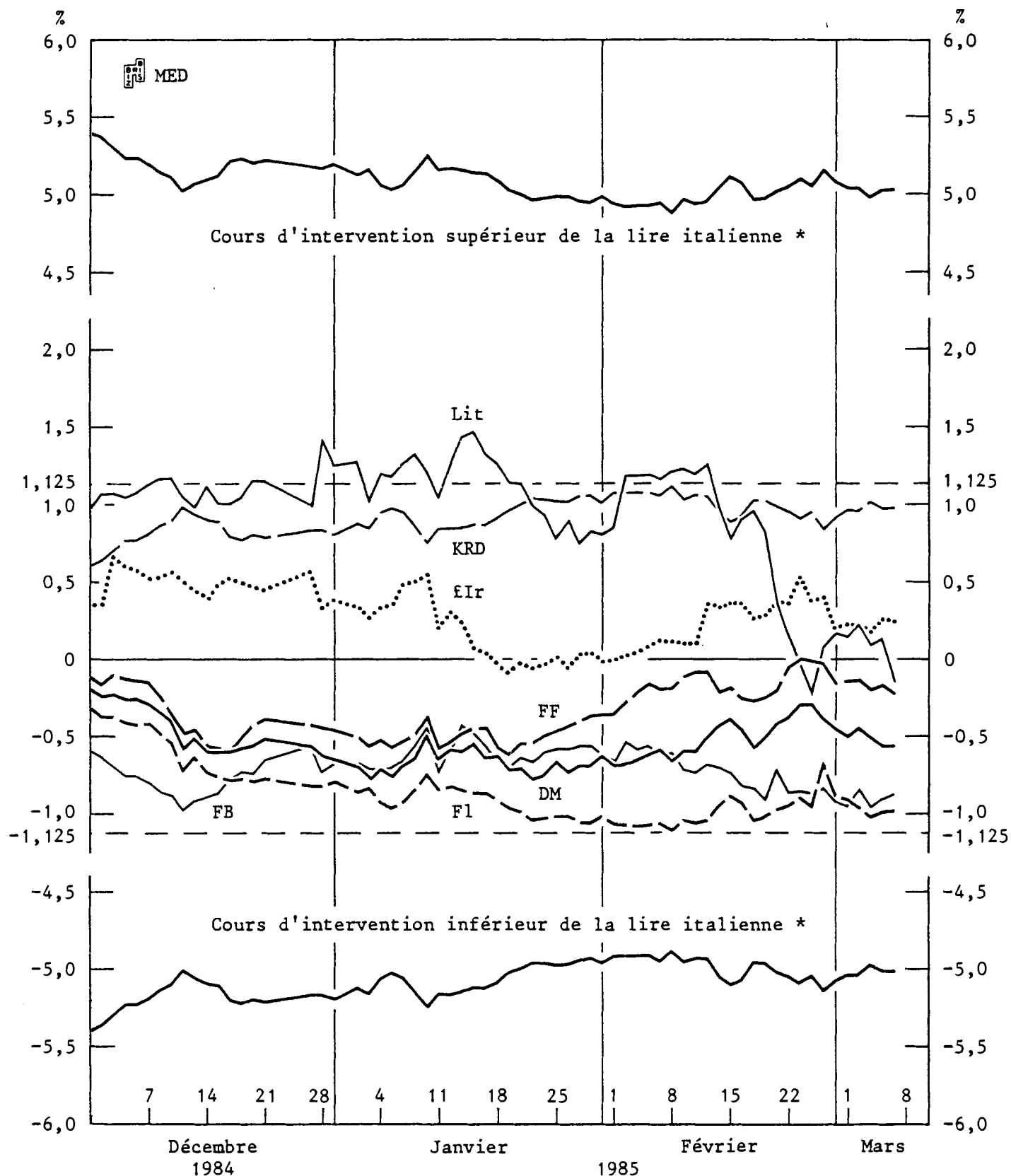
Durant la première semaine de mars, le dollar EU a regagné l'essentiel du terrain perdu au cours des derniers jours de février. Toutefois, les interventions importantes effectuées fin février et le 1er mars ont contribué à restaurer sur le marché des changes la perception d'un risque de mouvements pouvant être à la hausse comme à la baisse. Au total, le dollar s'est apprécié d'environ 2,5% par rapport à la plupart des monnaies européennes, et de près de 1% à l'égard du yen.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME ET
DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION
SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981 VIS-A-VIS DU \$EU *



* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

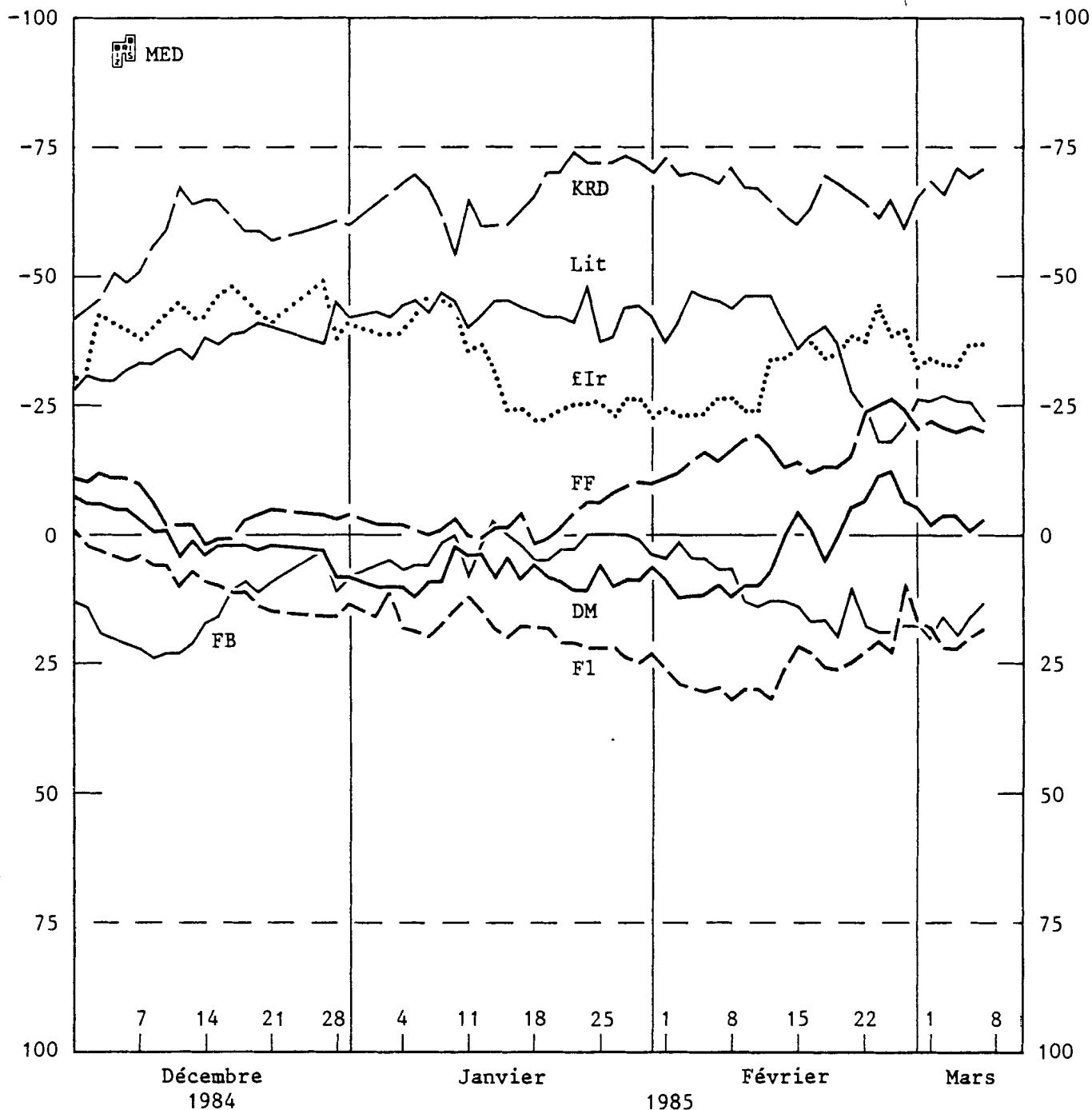
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME CALCULES SUR LA BASE
DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

7 mars 1985

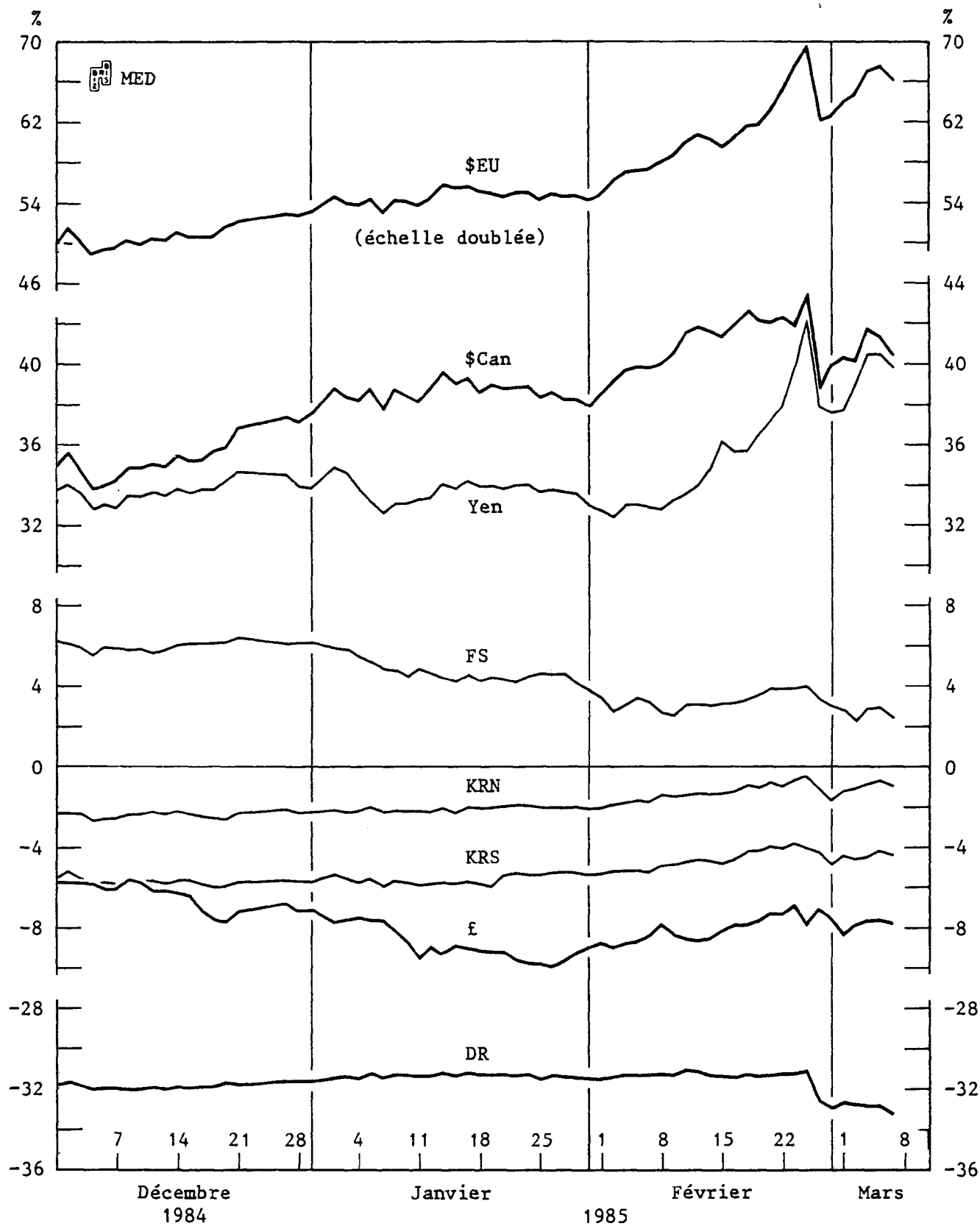
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

7 mars 1985

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME ET DES MONNAIES DES
BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A
L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS LE 31 DÉCEMBRE 1981 *



* £ 0,566523; DR 62,2263; \$EU 1,08517; \$Can 1,28723; FS 1,95169;
Yen 238,304; KRS 6,00373; KRN 6,29944.

7 mars 1985