

PROCES-VERBAL *

DE LA 199^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE

TENUE A BALE, LE MARDI 10 SEPTEMBRE 1985 A 10 HEURES

Sont présents: le Président de la Nederlandsche Bank et Président du Comité, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Boot; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; 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 Capanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Maserà; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par M. Sanchez-Pedreño; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Ribeiro Constâncio, accompagné par MM. Azeredo Vaz Pinto et Saldanha do Valle; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Russo, 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 Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Rubio, Gouverneur du Banco de España, et son Suppléant, M. Sanchez-Pedreño ainsi qu'à M. Ribeiro Constâncio, Gouverneur du Banco de Portugal, et son Suppléant, M. Azeredo Vaz Pinto; le Président exprime son assurance d'un

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 12 novembre 1985, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

excellent esprit de coopération avec les nouveaux collègues; il observe que le changement des places des participants autour de la table s'est accompagné d'une légère confusion qui s'est réglée dans la bonne humeur.

I. Approbation du procès-verbal de la 198e 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 198e séance.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans 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 juillet, d'août et des premiers jours de septembre 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. Il informe le Comité que des représentants du Banco de España et du Banco de Portugal ont participé pour la première fois à la réunion du groupe "concertation". Il a été convenu que les monnaies de ces deux banques centrales figureront dans le rapport "concertation" à partir de l'année prochaine, c'est-à-dire dans le rapport de janvier présenté à la séance du Comité de février 1986. De même, les statistiques d'intervention relatives à l'Espagne et au Portugal apparaîtront dans les tableaux à partir de cette date. Enfin, en attendant que les deux nouvelles banques centrales puissent être raccordées au réseau téléphonique spécial, les contacts seront organisés sur une base bilatérale par l'intermédiaire d'une banque centrale de la CEE; cette solution avait été appliquée avec la Banque de Grèce en 1981.

M. Szász indique que les Suppléants n'ont pas d'observations particulières à présenter sur le rapport et ils recommandent l'adoption de ce dernier par le Comité.

Le Président constate que le Comité adopte le rapport qui sera transmis, comme d'habitude, aux Ministres des Finances.

M. Ciampi fait la déclaration ci-après concernant le récent ajustement du cours-pivot de la lire italienne.

"1. L'action entreprise par l'Italie en vue d'obtenir un réalignement au sein du SME visait à favoriser le processus d'ajustement de l'économie italienne dans le contexte d'un ensemble plus viable de relations de change entre les monnaies du SME. La nécessité d'une telle action avait été reconnue dans diverses instances, y compris la BRI: il apparaissait de plus en plus évident que les taux de change réels et effectifs de la lire et d'autres monnaies du SME se trouvaient quelque peu éloignés des niveaux correspondant à un équilibre stable sur les plans interne et externe.

De fait, dans le cas de l'Italie, la nécessité d'un ajustement de parité avait sa source dans le déficit commercial croissant et la perte de compétitivité sur les marchés européens. Pour plusieurs raisons, une action urgente s'imposait dans ce domaine. Après les élections locales de mai et le référendum national sur la scala mobile en juin, le gouvernement a fait part de son intention de s'employer de nouveau à freiner la demande interne et l'inflation au moyen de mesures de politique budgétaire et des revenus. Les conditions externes étaient également de nature à réduire au minimum le risque d'inflation importée: la tendance à la baisse des cours mondiaux des matières premières se poursuivait et des signes de plus en plus nombreux indiquaient que la dépréciation souhaitée du dollar était amorcée. Attendre plus longtemps aurait amplifié les déséquilibres économiques de l'Italie; qui plus est, le réalignement aurait alors coïncidé avec la période de l'année la moins favorable pour la balance des paiements, conformément aux anticipations généralement répandues sur le marché. Il était à craindre, en outre, qu'un réalignement intervenant plus tard dans le courant de l'automne soit précédé de fortes pressions spéculatives.

2. La décision de demander un réalignement a été prise par les autorités italiennes le jeudi 18 juillet et la procédure de consultation prévue par les règles du SME déclenchée le lendemain en début d'après-midi. A notre avis, le fait que les négociations aient été rapidement conclues constitue un succès pour la coopération monétaire européenne. Nous regrettons

qu'on n'ait pas profité de l'occasion pour convenir d'une nouvelle grille de parités qui aurait impliqué une modification du cours d'autres monnaies sur la base de considérations purement techniques, en tenant compte des situations différentes dans lesquelles se trouvaient les divers pays et le système dans son ensemble. En juillet, les considérations de cette nature n'ont pu jouer qu'un rôle limité.

3. Le bien-fondé du réalignement de parité de l'Italie et du moment où il s'est produit a été confirmé par les événements. L'ajustement s'est opéré sans pertes de réserves et sans répercussions néfastes sur le marché des valeurs mobilières ou sur les attentes des opérateurs. A la suite du réalignement, la lire s'est dépréciée d'environ 2-3% en moyenne au sein du SME - ce qui correspond à l'expérience de réalignements précédents - alors que la Banca d'Italia n'est intervenue que de manière très limitée. L'amélioration de la position de l'Italie au sein du SME facilitera la mise en oeuvre des mesures d'ajustement économique déjà en cours et l'application de celles que le gouvernement s'est engagé à prendre dans les prochaines semaines dans le cadre de la loi de Finances 1986 qui sera soumise au Parlement d'ici le 30 septembre. Il s'agit là de la principale tâche des responsables de la politique italienne.

4. Le réalignement de la lire s'est avéré efficace, malgré les événements qui ont affecté la cotation du dollar sur le marché italien, le vendredi 19 juillet.

Le jour précédant la demande de réalignement, en conformité avec une décision officielle prise au niveau gouvernemental, nous avons estimé que la meilleure politique pour la Banca d'Italia était de réduire au minimum toute forme d'intervention sur le marché des changes, étant donné surtout que les conditions y étaient calmes. De toute façon, une telle intervention devait chercher à faire concorder l'objectif général de maintien de conditions ordonnées avec l'objectif spécifique de ne pas satisfaire avant le réalignement une demande de caractère spéculatif à partir des réserves officielles. Cela est particulièrement vrai pour des opérations susceptibles d'engendrer, ex ante ou ex post, la suspicion d'avoir été stimulées par des rumeurs, ou des intuitions, d'une dévaluation

imminente. Je suis persuadé qu'un comportement de cette nature est requis par le code moral de conduite qui préside à l'activité des banques centrales. De surcroît, il faut également tenir compte de la nécessité de rendre les opérateurs davantage conscients du risque lié aux transactions de change dans un régime à taux flottants tel que celui qui lie le dollar aux autres monnaies.

Dans ce contexte, une entreprise publique a demandé à acquérir, le 19 juillet, une importante quantité de dollars nécessaire au règlement d'un emprunt qui n'avait pas pourtant atteint sa date de remboursement. Elle a persisté dans cette attitude, bien que la Banca d'Italia ait fait connaître son intention de ne pas fournir ces dollars directement, comme elle le fait normalement dans de tels cas pour les acheteurs importants. L'entreprise a présenté sa demande au marché, exerçant ainsi une forte pression à la hausse sur le cours du dollar alors que le fixing était en cours. Etant donné qu'aucune offre additionnelle de dollars n'a été effectuée, le marché est rapidement devenu "à sens unique", ce qui a eu pour conséquence d'obliger la Banca d'Italia à intervenir. Le dollar était coté à LIT. 2.200.

Ce cours impliquait des cours bilatéraux vis-à-vis des monnaies de la CEE incompatibles avec les limites prescrites. Dans ces conditions, la Banca d'Italia demanda au Ministre du Trésor de fermer le marché, de manière à rendre impossible toute spéculation qui aurait eu lieu après le fixing tant en Italie qu'à l'étranger. Pendant les quelques minutes nécessaires pour fermer le marché, la séance du fixing s'est poursuivie et le deutsche mark a été coté à LIT. 664, à l'intérieur des marges prescrites.

Il convient de souligner que la cotation anormale du dollar, précisément en raison de son caractère aussi anormal, n'a pas eu d'impact sur les anticipations du marché concernant le nouveau niveau du cours de change de la lire. Le marché des changes italien a retrouvé des conditions normales dès sa réouverture, le lundi qui a suivi le réalignement.

Le Ministre du Trésor a présenté au Premier Ministre un rapport sur ces événements, qui a été adressé au Parlement. Dans ce rapport, l'action de la Banque a été pleinement approuvée."

M. Pöhl observe que la manière dont le réalignement s'est opéré est au total positive; pas de rencontre spectaculaire des Ministres en Conseil et au contraire une réunion discrète et professionnelle. M. Pöhl aurait préféré un réalignement plus complet, englobant quelques autres monnaies, ce qui aurait été plus crédible, mais le manque de préparation a sans doute empêché cela; il a été étonné que le Comité monétaire ait choisi Bâle pour sa séance et pas Bruxelles; cela a peut-être servi la cause mais il ne faudrait pas en faire une règle.

Le Président indique que tous les Gouverneurs souhaitent à M. Ciampi tout le succès qu'il mérite pour la suite du programme d'ajustement qui devra compléter l'opération purement monétaire.

M. Godeaux présente quelques commentaires sur la décision de la Banque Nationale de Belgique d'abaisser d'un demi-point, à dater du 9 septembre, son taux d'escompte et son taux des avances. Cette mesure a été prise selon les nouvelles modalités de fixation de ces taux qui ont été introduites le 8 mai 1985 non pas pour modifier l'orientation ou les objectifs de la politique monétaire mais pour en adapter les méthodes aux évolutions récentes du marché national. Il s'agit notamment de la stagnation de la demande du crédit privé, du dépérissement probablement structurel de l'escompte et de l'importance dominante acquise dans le marché monétaire par le taux des certificats de Trésorerie à court terme, taux qui est fixé par la Banque Nationale en vertu d'une convention avec l'Etat. La réforme concernant la fixation des taux officiels s'inspirait aussi d'exemples étrangers et de la préoccupation de désacraliser la manoeuvre du taux. Toutes ces considérations sont toutefois difficiles à combiner et la banque centrale doit trouver un équilibre entre la dédramatisation d'une mesure et l'utilité de pouvoir donner de temps en temps des signaux au marché. La Banque Nationale a donc adopté le principe de modifications plus fréquentes de ses taux, opérées par référence à l'évolution des taux des certificats de Trésorerie à 3 mois mais sans lien automatique avec ceux-ci.

Le Conseil de Régence de la Banque, qui a le pouvoir de fixer les taux de celle-ci, établit une fourchette à l'intérieur de laquelle le Comité de direction peut faire varier les taux entre deux séances du Conseil. Trois cas de figure allant du plus banal vers le plus solennel sont possibles: premièrement le Comité de direction modifie les taux officiels dans l'intervalle entre deux réunions du Conseil, à l'intérieur de

la fourchette fixée par ce dernier et sans toucher au taux des certificats de Trésorerie; le deuxième cas est semblable au premier sauf que ce dernier taux est aussi modifié; enfin le troisième cas c'est la décision le mercredi par le Conseil de Régence lui-même. La décision prise le 6 septembre relevait du premier cas de figure. Il est à noter qu'avant le 8 mai 1985, date de la réforme, le taux d'escompte était devenu très symbolique et n'avait pas varié pendant 15 mois. Depuis cette réforme, cinq modifications ont eu lieu, dans des périodes caractérisées parfois par certaines turbulences. L'écart entre le taux des certificats de Trésorerie et le taux d'escompte a varié de 0 à 0,6 point et la fourchette fixée par le Conseil de Régence a également varié de 1/2 à 1 1/4 de point.

L'abaissement des taux officiels entré en vigueur le 9 septembre 1985 a pris en compte les éléments suivants: détente spontanée du marché monétaire, excédent de la balance des paiements courants depuis le début de l'année alors qu'en 1981 le déficit atteignait 4% du PNB, rythme d'inflation annuel inférieur à 5%. Ces éléments, plus le désir de ne pas attendre les élections d'octobre, ont fait apparaître opportun d'effacer le relèvement des taux, et donc le signal donné le 31 juillet. Malheureusement ou heureusement, les médias ont attaché une importance considérable à l'initiative de la Banque Nationale; ils ne l'ont pas critiquée mais ont en quelque sorte resacralisé la manoeuvre des taux d'intérêt officiels.

M. Camdessus constate que la morale de l'histoire est que quels que soient les efforts des banques centrales pour sacraliser ou désacraliser les affaires monétaires, elles sont sacrées.

Le Président fait remarquer d'une part que d'après son expérience la baisse des taux d'intérêt n'est jamais critiquée, d'autre part que la décision de la Banque Nationale de Belgique pouvait apparaître surprenante, vu la position faible du franc belge au sein du SME mais qu'elle s'explique mieux à la lumière de l'amélioration des données économiques fondamentales.

III. Poursuite de la discussion sur les perspectives à long terme du SME et de l'Ecu sur la base d'un rapport oral du Président du Comité des Suppléants

A. Exposé de M. Szász

Les Suppléants ont poursuivi leur discussion sur les perspectives à long terme du SME et de l'Ecu tant privé qu'officiel.

1. Les Gouverneurs se souviendront que le "groupe Dalgaard" a déjà reçu un mandat pour étudier le marché de l'Ecu privé. Ce domaine paraît effectivement le plus urgent dans la mesure où à plusieurs égards c'est encore un terrain vierge pour lequel beaucoup de questions techniques ont besoin d'être clarifiées.

Le groupe d'experts se penche sur les implications en termes techniques et de politiques d'une croissance importante spontanée du marché de l'Ecu. Un engagement officiel à l'égard de ce marché peut être considéré sous divers angles allant des problèmes que peuvent soulever les différents régimes appliqués à l'Ecu privé dans les Etats membres aux arguments en faveur d'une action officielle. Dans ce contexte se pose une question importante, à savoir si et de quelle manière la croissance de l'Ecu privé peut contribuer au but ultime de l'intégration monétaire. La réponse à cette question conditionne évidemment l'attitude à l'égard d'une éventuelle action des autorités pour stimuler l'expansion du marché de l'Ecu privé. Les Suppléants ont évoqué un certain nombre de questions concernant le rôle futur de l'Ecu et sa contribution à la fois à l'intégration européenne et à la stabilité du système monétaire international. Ces questions devraient être examinées en temps utile.

2. Les Suppléants ont aussi poursuivi leur discussion sur l'Ecu officiel. Etant donné les différences d'opinions, le premier pas consiste à essayer d'identifier celles-ci de manière aussi précise que possible. Ces opinions semblent pouvoir être résumées comme suit:

Une thèse estime que les règles en vigueur concernant l'Ecu officiel sont un obstacle à la fois pour une pleine utilisation actuelle et pour un développement, à l'avenir, en un actif de réserve international. L'autre thèse considère que les dispositions actuelles ne sont pas des obstacles; elles sont plutôt des sortes de règles de circulation ou des éléments stabilisateurs du système qui ne doivent pas être éliminés mais éventuellement remplacés dans le cadre d'un développement institutionnel ayant pour objectif une banque centrale commune et à terme une monnaie commune. Ces opinions vont continuer à être discutées.

3. Les Suppléants se sont interrogés sur le rôle que le "groupe Dalgaard" pourrait jouer dans ces discussions relatives à l'Ecu officiel et

sur les priorités à prévoir. Ils sont convenus que le groupe d'experts devrait d'abord continuer son étude sur l'Ecu privé en vue de présenter un rapport à temps pour être discuté par les Suppléants en novembre. Aucune conclusion précise n'a été dégagée en ce qui concerne la procédure après cette étape. Certains Suppléants ont exprimé le souhait que le "groupe Dalgaard" reprenne l'étude de l'Ecu officiel. D'autres préfèrent que l'on discute d'abord les questions de politique relatives à l'Ecu officiel au sein du Comité des Suppléants en renvoyant aux experts toute question technique précise qui pourrait se poser. Cette question de procédure sera réexaminée en novembre.

B. Discussion du Comité

M. Camdessus estime que les Suppléants ont raison de continuer à travailler activement sur l'Ecu privé mais qu'ils sont peut-être un peu timides dans l'approche des autres sujets. En effet le Conseil européen, comme les Ministres des Finances réunis à Palerme, ont invité les Gouverneurs à étudier à la fois l'Ecu privé et l'Ecu public. De ce fait il ne serait pas indiqué de donner l'impression que les réflexions sur l'Ecu public sont renvoyées à plus tard. Certes, il n'y a pas lieu d'être trop pressé car tout ce qui se fait actuellement pour améliorer la convergence des économies des pays membres et par exemple en France pour assurer la stabilité du franc va dans le bon sens en ce qui concerne l'Ecu. Toutefois, un Conseil européen aura lieu début décembre et durant les semaines précédentes les Gouverneurs seront probablement appelés à faire connaître l'état de leurs travaux. Les Gouverneurs pourront bien sûr dire qu'ils font des études intéressantes sur l'Ecu privé mais tout le monde sait que celui-ci n'est pas l'affaire des banques centrales et qu'il se développe en dehors d'elles. En revanche, il serait malvenu de ne rien faire en matière d'Ecu public où les banques centrales peuvent beaucoup et à plus forte raison de montrer qu'il n'existe même pas un accord sur une liste de questions à étudier. Les Suppléants seraient donc bien inspirés, lorsqu'ils verront que leurs travaux sur l'Ecu privé auront suffisamment avancé, d'accepter de regarder certaines questions touchant l'Ecu public, de telle manière que les Gouverneurs soient au moins en mesure de dire en novembre-décembre prochain qu'il y a deux, trois ou quatre grandes questions concernant l'Ecu public qui sont au calendrier de leurs travaux.

M. Ciampi se déclare largement en accord avec les conclusions des Suppléants qui ont été présentées par M. Szász, et notamment, l'idée qu'en tant qu'actif de réserve international l'Ecu jouerait un rôle important pour réduire la dépendance des économies européennes à l'égard du dollar. Le dossier sur l'Ecu officiel ne devrait pas être refermé. A la lumière de l'expérience que l'on gagnera à la suite des modifications intervenues récemment, de nouveaux pas en avant pourraient être faits de manière pragmatique, le moment venu. Il semble toutefois qu'un progrès important dans l'utilisation de l'Ecu officiel n'est peut-être pas possible sans un "saut institutionnel" impliquant la création d'un Fonds monétaire européen avec une responsabilité centralisée pour émettre un Ecu doté de toutes ses vertus. D'ici là il convient de reconnaître l'Ecu comme une véritable monnaie et de libéraliser davantage les mouvements de capitaux (l'Italie a beaucoup à faire dans ce domaine). Il va sans dire qu'il sera nécessaire aussi de continuer d'améliorer les données économiques fondamentales en vue d'assurer une croissance stable non inflationniste. L'expansion rapide et spontanée des activités bancaires en Ecus privés et des émissions de valeurs mobilières en Ecus soulève des questions nouvelles et pertinentes pour la régulation monétaire et pour les interventions sur les marchés des changes. Les incidences de cette croissance pour les autorités monétaires doivent être étudiées à fond et les résultats des travaux du "groupe Dalgaard" sont attendus avec beaucoup d'intérêt. Un certain contrôle officiel serait sans doute de nature à assurer un développement ordonné du marché de l'Ecu privé et le FECOM pourrait être utilisé à ce propos.

M. Leigh-Pemberton indique que l'approche empirique, traditionnelle au Royaume Uni, l'amène à envisager la question de l'Ecu de façon très pragmatique. Les autorités britanniques n'ont pas érigé d'obstacles contre l'Ecu et, de fait, il est entièrement libre de détenir des Ecus, d'en emprunter, de l'utiliser pour les facturations, etc. Toutefois, ce n'est pas parce que l'Ecu a un nom attrayant ou parce qu'il représente un symbole monétaire propre à la Communauté qu'il deviendra pour autant un embryon de la monnaie commune future. En effet, il est difficile de voir comment l'Ecu pourrait être un instrument d'intégration plus poussée dans la Communauté. En ce qui concerne les règles d'utilisation de l'Ecu officiel, certaines d'entre elles pourraient être relâchées sans que le SME en pâtisse, mais le

moment ne semble pas venu pour réexaminer ces questions que les experts ont étudiées à fond en 1984-1985 et pour lesquelles d'ailleurs ce ne sont pas des problèmes techniques qui font obstacle.

M. Leigh-Pemberton appuie la distinction faite par M. Szász entre, d'une part, les réactions que les banques centrales pourraient avoir face à un développement spontané du marché de l'Ecu et, d'autre part, l'action que les gouvernements pourraient entreprendre en faveur d'évolutions qui sinon ne se produiraient pas. Il serait en fait peu sage de stimuler de façon délibérée le développement de l'Ecu privé au moyen de mesures préférentielles relevant par exemple du contrôle des changes, du régime fiscal ou de toute autre méthode ingénieuse.

M. Pöhl estime que les banques centrales ont pour rôle notamment d'attirer l'attention des Chefs d'Etat et de gouvernements sur le fait que le SME fonctionne de façon satisfaisante et bien mieux que d'autres mécanismes communautaires. Les Gouverneurs devraient aussi rappeler qu'ils ont apporté récemment des améliorations substantielles au système et qu'il n'est pas possible de refaire cela tous les ans. Les véritables problèmes actuels du SME tiennent davantage à l'absence du Royaume-Uni et à la libéralisation incomplète des mouvements de capitaux. En effet, la participation de la livre sterling donnerait une toute autre dimension au système, tandis que le maintien de restrictions de change n'est pas compatible avec un cheminement vers une union monétaire.

Les travaux des banques centrales et notamment des Suppléants devraient se concentrer sur la question d'une monnaie européenne future, d'une monnaie de réserve qui pourrait concurrencer d'autres monnaies, en particulier le dollar. Il faudrait d'abord voir si la volonté existe de faire évoluer l'Ecu vers une monnaie européenne, voir si c'est opportun, si c'est possible et quelles sont les conditions. On s'apercevra certainement très vite que les préalables sont loin d'être remplis à l'heure actuelle et qu'il s'agit d'un programme extrêmement ambitieux. En effet, supprimer la limite d'acceptabilité des Ecus entre banques centrales est une question dont on peut discuter mais qui est subsidiaire par rapport aux conditions nécessaires pour transformer l'Ecu en une monnaie européenne.

Le développement de l'Ecu privé est fort intéressant et l'étude en cours sera sans aucun doute enrichissante. Les inconvénients subodorés ne se sont pas présentés et il y a bon espoir que l'évolution continue dans ce sens. Il existe manifestement un certain besoin de libeller des engagements et des créances en Ecus et il convient de ne pas s'y opposer. L'évolution future de l'Ecu privé peut être laissée tranquillement au marché. Quelques problèmes subsistent à cet égard en Allemagne fédérale mais, malgré certaines difficultés internes, il y a espoir de pouvoir éliminer l'interdiction d'accepter des engagements en Ecus.

Lorsqu'on parle de l'Ecu en tant que monnaie de réserve, il s'agit au fond de la prise en charge pour l'Ecu privé d'un rôle de monnaie de réserve. Cela présuppose l'existence de possibilités d'investissements appropriées, mais le volume actuel, 6 à 8 milliards, est une quantité négligeable comparée aux masses des mouvements de capitaux et des interventions ou des réserves des banques centrales de la CEE et hors de celle-ci. Pendant longtemps encore il n'y aura probablement pas d'évolution de nature à remplacer le dollar, le deutsche mark et le yen par un autre actif. S'il y a suffisamment de débiteurs prêts à s'endetter en Ecus et si leur qualité est telle que les banques centrales et d'autres institutions en dehors de la CEE sont disposées à détenir des actifs en Ecus, un stock important de tels actifs pourrait se constituer à terme à l'extérieur de la Communauté.

M. Pöhl considère que les Gouverneurs auront fait un travail utile si, d'ici la fin de l'année, ils font rapport au Conseil européen et rendent les pouvoirs politiques sensibles à tout ce qu'il faudrait faire encore afin d'arriver au but digne d'être poursuivi, c'est-à-dire la création d'une monnaie européenne.

Le Président rappelle qu'avant le Conseil européen de décembre un Conseil ECOFIN informel réunira à Luxembourg le 21 septembre les Ministres des Finances et les Gouverneurs. Le SME sera à l'ordre du jour et le Président du Comité des Gouverneurs sera invité à rendre compte brièvement de l'état d'avancement des travaux du Comité. Le Président précise que dans son rapport il s'inspirera très largement des considérations développées par M. Szász et de la discussion que les Gouverneurs viennent d'avoir; il se propose de souligner notamment la nécessité d'améliorer la convergence des politiques et des résultats économiques avant de pouvoir espérer progresser sensiblement pour l'Ecu; il rappellera le paquet de mesures qui est entré en vigueur le 1er juillet sauf en ce qui concerne l'institution

de Tiers détenteurs d'Ecus pour laquelle le Parlement européen n'a pas encore rendu l'avis requis pour l'adoption du Règlement par le Conseil.

M. Ó Cofaigh revient sur l'idée du Président selon laquelle la convergence serait une condition préalable à une utilisation plus large de l'Ecu officiel. Il indique qu'il a toujours mis l'accent sur l'utilité de la convergence économique, financière et monétaire dans la Communauté. Toutefois, il serait peu opportun que les Gouverneurs donnent l'impression d'être divisés, bloqués même en deux camps; ils devraient plutôt montrer qu'ils restent très pragmatiques et qu'ils sont disposés à considérer les moyens de développer l'usage de l'Ecu officiel, même par des petits pas. Les Suppléants ne devraient donc pas exclure l'étude de progrès dans le domaine de l'Ecu officiel.

M. Camdessus partage les vues exprimées par M. Pöhl et estime qu'il serait utile de dire aux Ministres des Finances que, dans le prolongement des travaux sur l'Ecu privé, les Gouverneurs aborderont une étude approfondie des points soulevés par M. Pöhl; cette étude pourrait être amorcée au niveau du "groupe Dalgaard".

M. Pöhl marque son accord avec les remarques de M. Camdessus et de M. Ó Cofaigh. Il ne faudrait pas donner effectivement l'impression qu'il y a deux camps qui s'affrontent. Sans trop gommer les positions, on pourrait dire qu'en vue de faire progresser le SME et l'Ecu certaines évolutions (sans parler de préalables) sont nécessaires. On pourrait dire aussi que les possibilités d'éliminer les obstacles à l'utilisation de l'Ecu privé sont à l'étude. A cet égard un rapport récent de M. Delors montre que l'Allemagne fédérale n'est pas le seul pays coupable dans ce domaine.

Le Président conclut la discussion du Comité en indiquant qu'il mettra un ton aussi positif que possible dans son rapport oral à Luxembourg dont les Gouverneurs seront les témoins.

IV. Echange de vues sur les points à l'ordre du jour des réunions internationales de Séoul

Le Président constate qu'il n'y a pas de questions soulevées à propos des réunions internationales de Séoul.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi
12 novembre 1985 à 10 heures.

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

JUILLET ET AOUT 1985

Le présent rapport résume l'évolution du marché des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation*, ainsi que les interventions de celles-ci durant les mois de juillet et d'août et les premiers jours de septembre 1985.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juillet et août, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- une forte dépréciation du dollar EU début juillet, suivie de fluctuations en août se soldant par une faible variation sur l'ensemble du mois;
- un réalignement au sein du SME, avec effet au 22 juillet, se traduisant par une dévaluation de près de 8% de la lire italienne, mesurée en termes de cours-pivots bilatéraux par rapport aux autres monnaies participant au mécanisme de change du système;
- l'apparition, ultérieurement, de certaines tensions temporaires au sein du SME, le deutsche mark et le florin néerlandais étant

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

devenus, durant une brève période, les principaux bénéficiaires du désengagement à l'égard du dollar;

- une appréciation de la livre sterling en début de période, suivie d'un fléchissement marqué mais momentané fin juillet, du fait d'anticipations de nouvelles baisses des taux d'intérêt au Royaume-Uni.

Le dollar EU a fortement chuté en juillet, mais n'a montré aucune tendance claire en août. Dans l'ensemble, il a perdu entre 5 et 10% vis-à-vis des autres grandes monnaies. La baisse du dollar a d'abord été due à la faiblesse des indicateurs économiques, puis elle s'est accélérée à mesure que naissaient des doutes sur la volonté des investisseurs internationaux de continuer à acheter des actifs américains. Les taux d'intérêt aux Etats-Unis ont traduit l'attitude de plus en plus prudente des marchés et sont remontés par rapport aux niveaux minimaux de juin. En août, les indicateurs économiques américains sont apparus plus mitigés, avec notamment une révision en hausse inattendue du PNB réel au deuxième trimestre et la poursuite d'une croissance de l'agrégat M1 supérieure à l'objectif. Vers la fin de la période, le dollar a aussi bénéficié d'une augmentation de la demande de liquidités en dollars, par suite de la suspension officielle imposée aux opérations faites par les institutions d'Afrique du Sud.

Au sein du SME, il a été procédé au premier réaligement depuis plus de deux ans. A dater du 22 juillet, le cours-pivot bilatéral de la lire italienne a été dévalué de 6% et celui des autres monnaies participant au mécanisme de change du SME a été réévalué de 2%. Après le réaligement, tandis que le dollar perdait du terrain, le deutsche mark et le florin néerlandais se sont appréciés, créant une certaine tension au sein du SME et entraînant des interventions importantes des banques centrales française, belge et italienne. A partir de la mi-août, les marchés se sont calmés à nouveau.

Le deutsche mark a progressé d'environ 10% par rapport au dollar EU durant cette période, soit davantage que la plupart des autres monnaies, et s'est apprécié de 1,6%, sur une base pondérée, à l'égard des monnaies participant au mécanisme de change du SME. Devant la situation favorable de la balance des paiements, la poursuite de l'évolution satisfaisante et les perspectives positives de l'économie allemande, la Deutsche Bundesbank a

réduit d'un demi-point son taux d'escompte et son taux lombard, ramenés ainsi respectivement à 4% et 5 1/2%, avec effet au 16 août.

Le franc français, soutenu par les résultats encourageants obtenus en matière d'évolution des prix et de balance des paiements, a pu maintenir sa position dans la bande du SME malgré la baisse du dollar intervenue en juillet, ce qui a permis un abaissement du taux des interventions sur le marché monétaire, suivi par une réduction du taux de base bancaire. Après la révision des parités au sein du SME, le franc a toutefois été soumis à d'assez vives pressions qui se sont poursuivies jusqu'au milieu du mois d'août, sous l'effet tant d'un déficit des opérations en devises de la clientèle française que de ventes à terme de francs par les non-résidents. Dans ces circonstances, les taux de l'eurofranc se sont momentanément tendus sur les échéances allant jusqu'à six mois. Passé la mi-août, le dénouement par les non-résidents de positions prises précédemment a provoqué une détente des taux de l'eurofranc et une meilleure orientation du franc. Les opérations de fin de mois ont prolongé cette tendance.

Le franc belge a fléchi, en dépit d'une balance des paiements courants favorable, d'une légère hausse des taux d'intérêt à court terme et d'interventions importantes.

A la mi-juillet, la lire italienne s'est dépréciée fortement. Le 19 juillet, les conditions sur le marché des changes italien ont amené les autorités à fermer le marché, évitant ainsi des pertes de réserves substantielles. Lors du week-end suivant, le cours-pivot bilatéral de la lire vis-à-vis des autres monnaies du SME a été dévalué de 7,8%. Dans le marché, toutefois, la lire ne s'est dépréciée que de 2 à 3% et, grâce aux nouvelles marges de fluctuation, elle a pu ainsi se maintenir en août dans la partie supérieure de sa bande, se situant à 2,5% environ au-dessus de la monnaie la plus faible du SME. Les interventions de la Banca d'Italia, sous forme de ventes de dollars et de cessions plus substantielles de deutsche marks ont été dues en partie au fléchissement de la monnaie américaine et en partie à la nécessité pour les banques italiennes de ramener leur endettement extérieur dans les limites imposées par les autorités monétaires en juillet 1984.

Le florin néerlandais s'est raffermi au sein du SME, s'établissant dans la moitié supérieure de la bande de fluctuation étroite, légèrement au-dessus du deutsche mark. La tendance favorable affichée par le florin a

permis à la Nederlandsche Bank de reconstituer ses réserves et de procéder à une nouvelle réduction des taux d'intérêt internes. A compter du 16 août, le taux d'escompte et celui des avances sur titres ont été abaissés d'un demi-point, à 5% et 5,5% respectivement.

La couronne danoise s'est affaiblie en août et a quitté la partie supérieure de la bande étroite du SME pour une position médiane, la baisse des taux d'intérêt ayant entraîné un changement d'orientation des mouvements de capitaux privés.

La livre irlandaise est demeurée au sommet de la bande étroite du SME tout au long des mois de juillet et d'août. La Central Bank of Ireland a effectué des interventions modérées dans les deux sens; elle a également réduit de 12 à 11,5%, le 16 juillet, puis à 11,25% le 30 juillet, le taux de ses avances à court terme.

La livre sterling s'est fortement appréciée en juillet, du fait que les capitaux qui se sont détournés du dollar ont continué à être attirés par le niveau des taux d'intérêt au Royaume-Uni, le marché estimant que ces taux allaient vraisemblablement rester relativement élevés, malgré deux réductions d'un demi-point, à 11,5%, les 15 et 29 juillet, à 11,5%, des taux de base des clearing banks britanniques. La livre a perdu du terrain au début du mois d'août en raison d'anticipations de nouveaux abaissements des taux d'intérêt au Royaume-Uni, encouragées notamment par l'amélioration des statistiques sur la masse monétaire; la monnaie britannique s'est cependant redressée lorsque ces anticipations ne se sont pas concrétisées. Au cours de la période sous revue, l'indice pondéré de la livre s'est apprécié de 1 3/4%, à 82,7 (après avoir atteint son plus haut niveau depuis 22 mois, avec 84,7, le 29 juillet).

La drachme grecque s'est affermie en juillet à l'égard du dollar mais a fléchi en août, enregistrant au total une appréciation de 2,6%. Sur les deux mois, la drachme s'est dépréciée de 5,7% vis-à-vis de l'Ecu et de 2,9% en termes effectifs.

Le franc suisse s'est renforcé par rapport à toutes les grandes monnaies. Son indice pondéré a gagné 4,6%. Outre la baisse du dollar, la principale raison a été le niveau relativement élevé des taux d'intérêt suisses, par rapport surtout à celui des taux sur le deutsche mark, niveaux qui, jusqu'à 12 mois, sont maintenant égaux.

La couronne suédoise s'est montrée stable, l'indice fluctuant autour de 132,25. Les entrées de capitaux enregistrées depuis le relèvement du taux d'escompte en mai se sont poursuivies durant l'été. Au milieu de juillet, la Sveriges Riksbank a abaissé d'un point son taux d'escompte. En août, les entrées ont continué, à un rythme moindre toutefois.

La couronne norvégienne a fait preuve de stabilité en termes effectifs. Un excédent de la demande de la monnaie norvégienne sur le marché des changes a été satisfait par des interventions de la banque centrale.

Le dollar canadien, après s'être quelque peu raffermi en juillet par rapport au dollar EU, s'est affaibli en août, pour clôturer au-dessous de son niveau de fin juin. Les bonnes dispositions affichées en juillet ont été en grande partie liées à une demande soutenue, à des fins commerciales et d'investissement, de dollars canadiens dans le contexte d'un affaiblissement général du dollar EU. En août, l'évolution de la balance des opérations de nature commerciale a été défavorable au dollar canadien ce qui, ajouté aux préoccupations concernant les sorties de capitaux consécutives à l'annonce de deux prises de contrôle de filiales d'entreprises étrangères par des Canadiens, a exercé des pressions sur la monnaie. En outre, la faiblesse relative du dollar canadien à un moment où les autres grandes monnaies s'appréciaient a provoqué des ventes de caractère technique. Le dernier jour du mois, des rumeurs, confirmées par la suite, de difficultés enregistrées par deux petites banques de l'Ouest Canadien ont accru la nervosité du marché à l'égard de la monnaie canadienne.

Le yen japonais s'est apprécié de 5% par rapport au dollar EU. Il s'est situé à 236 le 18 juillet, nouveau record depuis le mois de juin 1984, et a bénéficié, à ce moment-là, de l'assombrissement des perspectives entourant l'activité aux Etats-Unis. L'intensification des investissements en titres étrangers de la part des résidents, en juillet, a toutefois enrayé une nouvelle appréciation. En août, le yen a fluctué autour de 237. En revanche, il a perdu du terrain vis-à-vis des grandes monnaies européennes, qui se sont appréciées plus fortement.

II. INTERVENTIONS

A. Interventions en dollars EU

En juillet, les banques centrales ont effectué \$EU 2,5 milliards d'achats nets de dollars, contre \$EU 2,2 milliards en juin. Le chiffre net de juillet se décompose en \$EU 3,5 milliards d'achats bruts et \$EU 1,0 milliard de ventes brutes. Les principaux acheteurs nets de dollars ont été la Norges Bank, la Banque de France, la Sveriges Riksbank et la Nederlandsche Bank.

En août, les interventions en dollars ont été approximativement équilibrées, les achats et ventes bruts s'élevant, dans chaque cas, à \$EU 1,6 milliard. Les principaux acquéreurs de dollars ont été la Norges Bank, la Nederlandsche Bank et la Banque de France, et les principaux vendeurs la Banque du Canada et la Banca d'Italia.

B. Interventions en monnaies communautaires

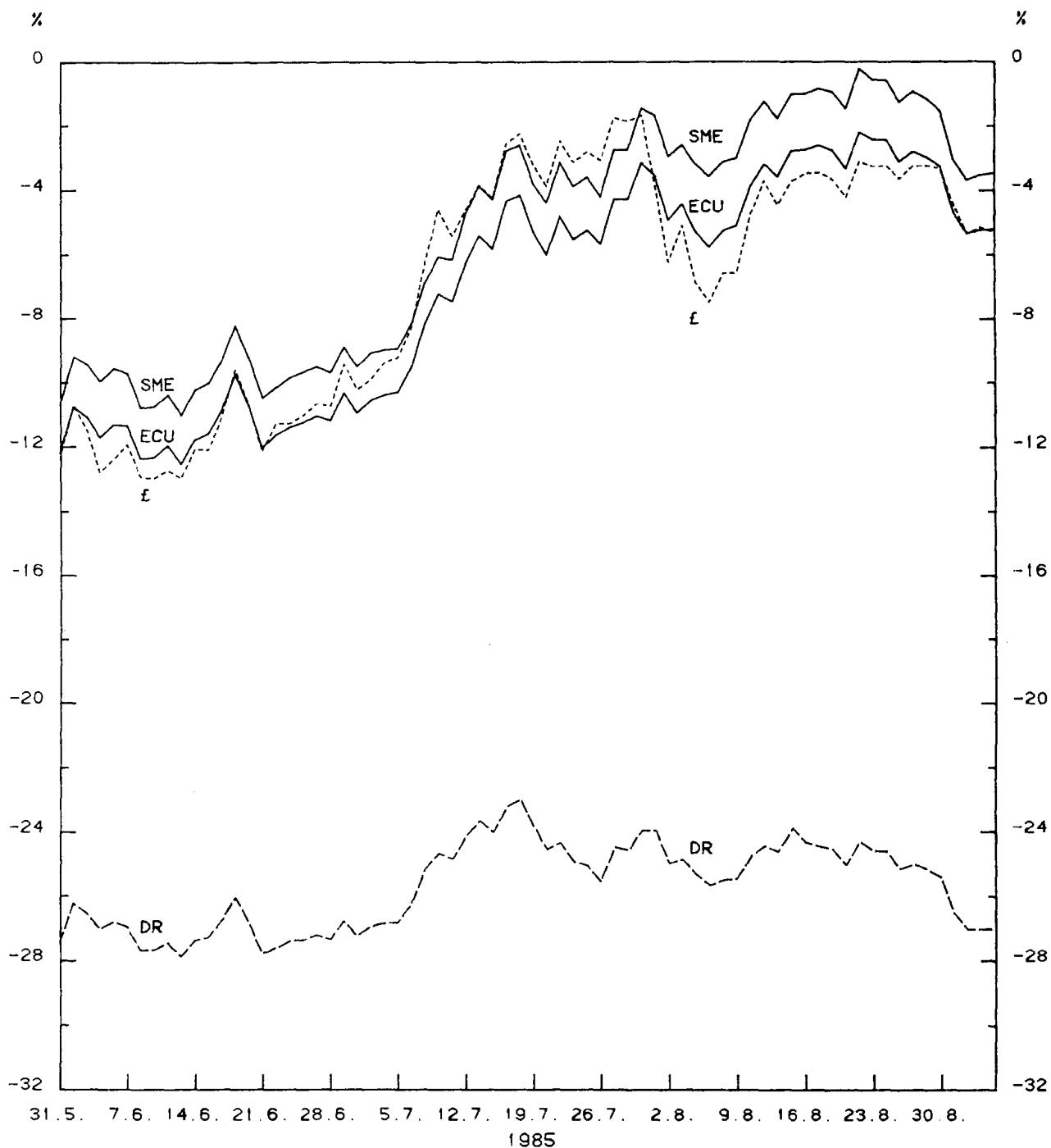
En juillet, les interventions brutes en monnaies communautaires et en Ecus ont atteint la contre-valeur de \$EU 3,1 milliards, contre \$EU 0,3 milliard en juin. Elles ont consisté principalement en ventes intramarginales de deutsche marks, effectuées pour l'essentiel par la Banque de France, la Banca d'Italia et la Banque Nationale de Belgique. Plusieurs banques centrales ont également procédé à des achats de lires aux cours limites.

En août, les interventions brutes en monnaies communautaires se sont élevées à la contre-valeur de \$EU 2,4 milliards. Elles ont revêtu la forme d'achats et de ventes intramarginales, presque exclusivement en deutsche marks. La plus grande partie de ces interventions a été effectuée par la Banque de France.

III. PREMIERS JOURS DE SEPTEMBRE

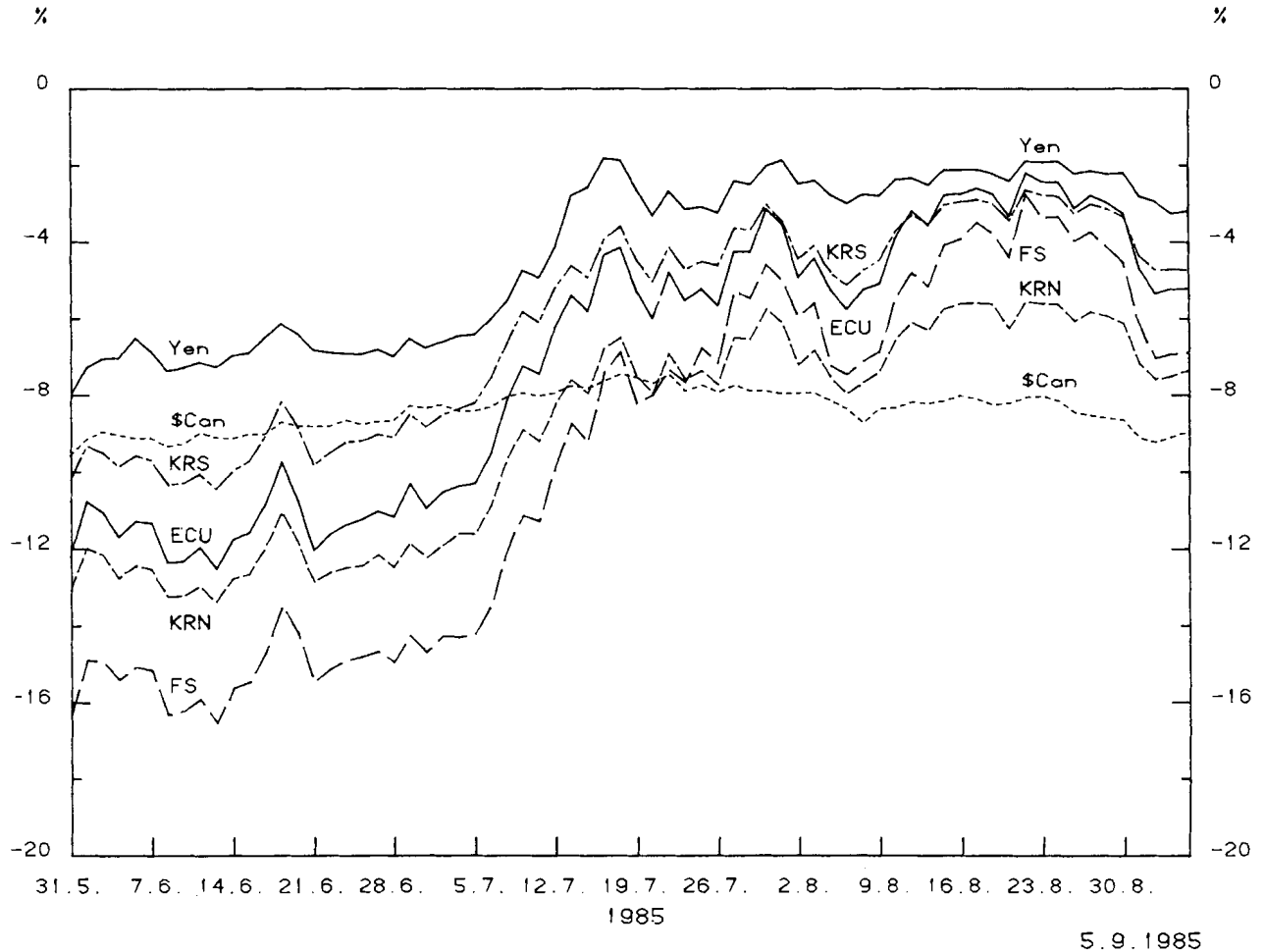
Le dollar EU s'est redressé fortement, par suite du raffermissement des taux d'intérêt aux Etats-Unis et de nouvelles indications d'un regain de vigueur de l'économie américaine. Le calme a continué de régner au sein du SME.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES
LE 30 DECEMBRE 1983 VIS-A-VIS DU \$EU *



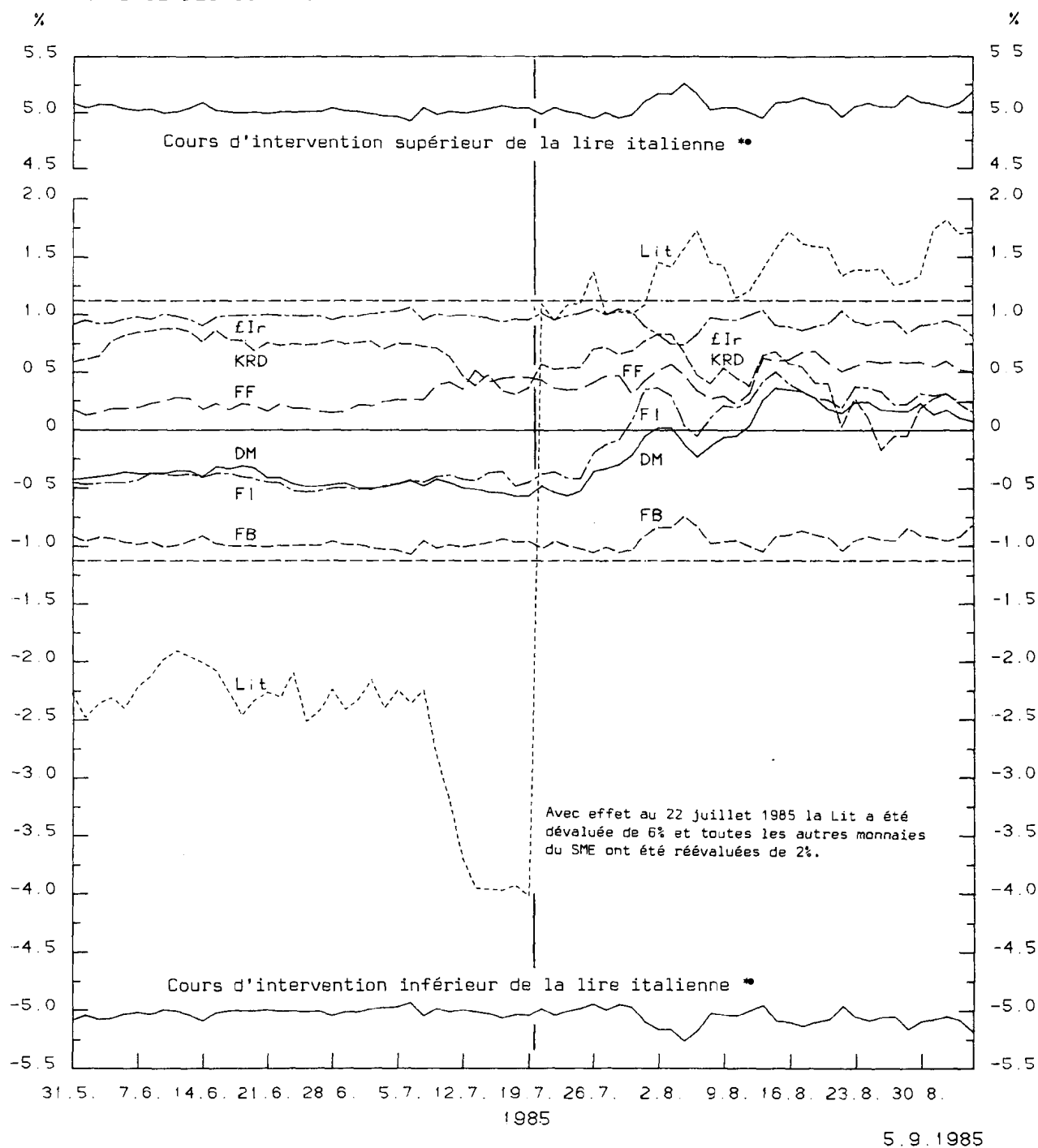
5.9.1985

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE
30 DECEMBRE 1983 VIS-A-VIS DU \$EU *



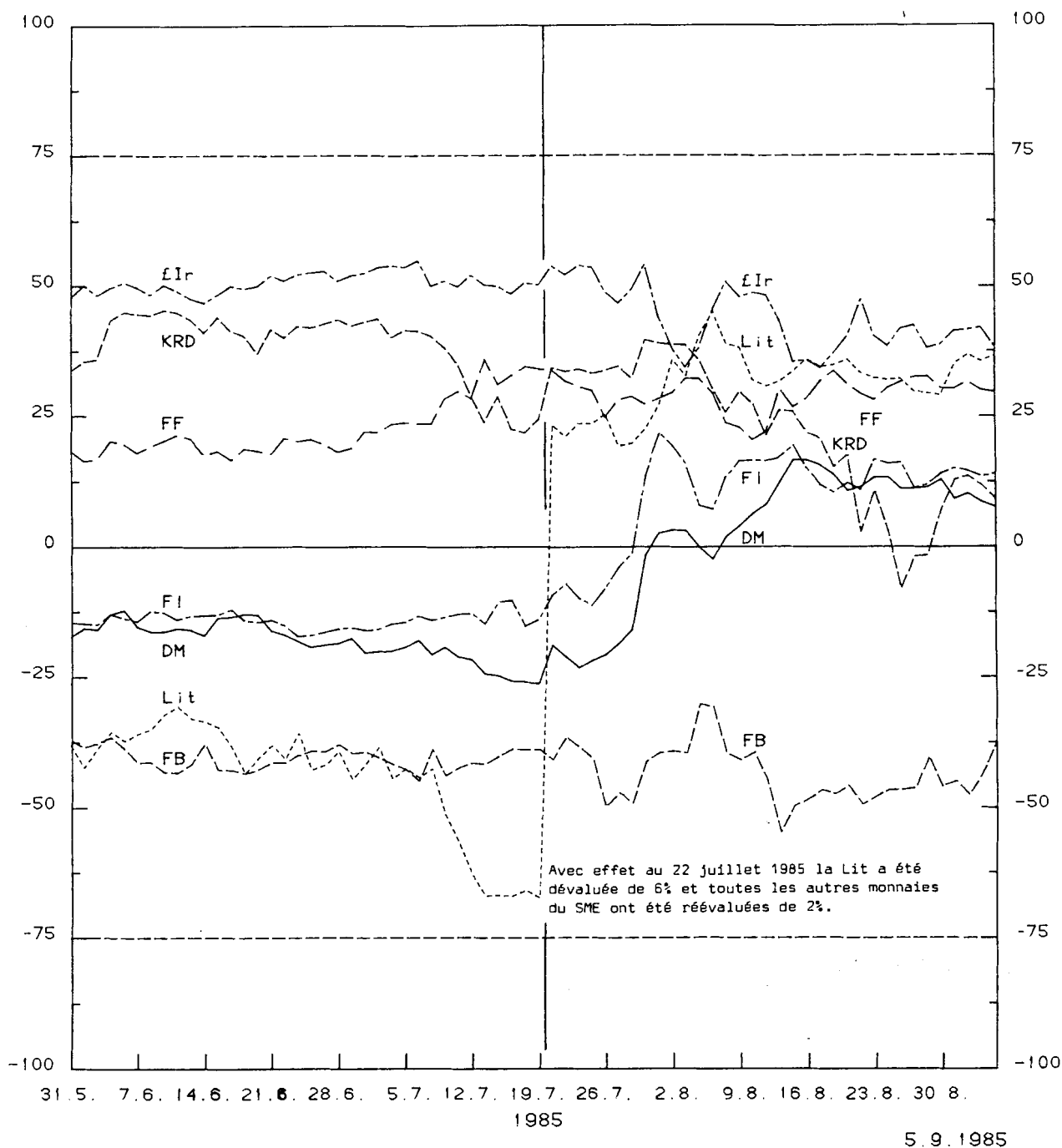
* ECU 0,82737; £ 0,68970; DR 98,8401; \$Can 1,2452; FS 2,1805; Yen 231,75; KRS 8,0085; KRN 7,7125; cours médian des monnaies participant au SME 0,8149. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollars 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 DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



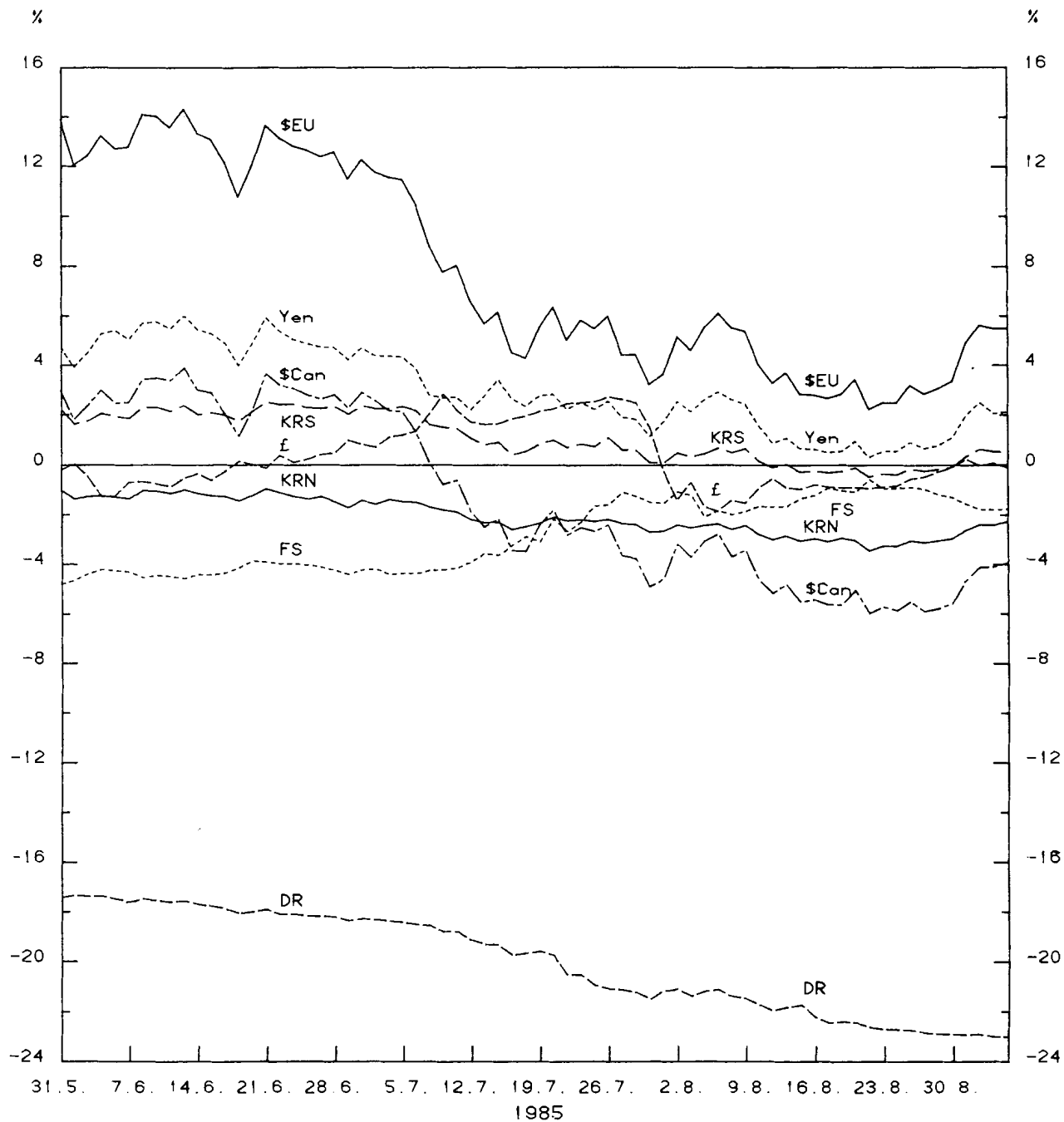
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

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.

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 MARCHE RELEVES LE 30 DECEMBRE 1983 *



* £ 0,5706; DR 81,7773; \$EU 0,82737; \$Can 1,03024; FS 1,80408;
Yen 191,743; KRS 6,62599; KRN 6,38109.

5.9.1985