

PROCES-VERBAL *
DE LA 204e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 MARS 1986 A 10 HEURES

Sont présents: le Président de la Bank of England et Président du Comité, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Michielsens; 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. Chalíkias, accompagné par MM. Papademos et Zarifopoulos; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par M. Feito; 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. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Masera; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Boot; le Vice-Gouverneur du Banco de Portugal, M. Azeredo Vaz Pinto, accompagné par M. Saldanha do Valle; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Mingasson et Vignon; 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 au Président Delors qui participe pour la deuxième fois consécutive aux travaux du Comité, ce qui est de bonne augure pour la suite de l'année.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du Comité du 13 mai 1986, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 203e 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 203e 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 1986;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques.

M. Dalgaard commente le rapport annexé au procès-verbal et souligne quelques éléments particuliers de l'évolution depuis le début de février.

Le Président constate que M. Loehnis n'a pas de remarques à présenter au nom des Suppléants et que le Comité approuve le rapport qui sera envoyé aux Ministres des Finances des pays de la CEE, selon la procédure habituelle. Il constate en outre l'accord des Gouverneurs pour déléguer aux Suppléants leur pouvoir pour adopter, en avril, le rapport mensuel sur les marchés des changes, destiné aux Ministres; en effet, en raison des réunions de Washington, le Comité exceptionnellement ne tiendra pas de séance à Bâle en avril.

III. Rôle de l'Ecu dans une perspective à long terme

A. Exposé de M. Loehnis

Les Suppléants ont discuté cette question dans le contexte du mandat reçu par le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire, à Palerme, en avril 1985. La première partie du mandat, c'est-à-dire l'évaluation des incidences de l'expansion de l'usage privé de l'Ecu, a fait l'objet de travaux relativement détaillés dans le Rapport No 55 du "Groupe Dalgaard",

ainsi que dans la Note méthodologique du "Groupe Raymond", annexée au Rapport No 27, et traitant des effets monétaires des interventions en monnaies du SME et en Ecus. Les Suppléants se sont donc concentrés sur la seconde partie du mandat, à savoir l'étude des incidences du développement du rôle de l'Ecu comme actif de réserve pour l'intégration économique européenne et pour le système monétaire international. Ils étaient saisis d'une note du Président du Comité des Suppléants qui cherche à définir les caractéristiques essentielles d'un actif de réserve international et à évaluer dans quelle mesure l'Ecu officiel et privé correspondent actuellement à ces caractéristiques. Cet exercice est à inscrire dans le cadre d'une réalisation par étapes de l'union économique et monétaire et comporte aussi l'examen des mesures intermédiaires ou petits pas qui pourraient être réalisés pour promouvoir l'utilisation de l'Ecu officiel et privé (une liste de six questions, distribuée par le Président du Comité des Suppléants, a servi également de guide pour la discussion).

Les Suppléants sont convenus que l'Ecu officiel, tel qu'il est défini, ne réunit pas les caractéristiques nécessaires pour constituer un actif de réserve international. Il a été généralement considéré, avec cependant quelques nuances, que les Etats membres n'étaient pas prêts à prendre les mesures politiques, impliquant un abandon de souveraineté monétaire nationale, qui seraient nécessaires pour donner à l'Ecu officiel les caractéristiques requises et, par là même, permettre la réalisation de l'union économique et monétaire et la création d'une monnaie commune. En revanche, l'Ecu privé possède davantage que l'Ecu officiel les caractéristiques, mais la plupart des Suppléants ont estimé que le développement de l'Ecu privé devrait être déterminé par les forces du marché et qu'un encouragement ou découragement officiel était inapproprié.

La discussion s'est ensuite concentrée sur la possibilité de prendre des initiatives qui pourraient renforcer le rôle de l'Ecu dans le développement du SME. On a estimé souhaitable de rendre plus facile l'usage de l'Ecu pour ceux qui le désirent mais on s'est inquiété car de telles initiatives auraient inévitablement des incidences sur les conditions monétaires des pays partenaires et pourraient introduire de nouvelles rigidités dans le SME. Il est aussi apparu utile de disposer d'une plus longue expérience de l'efficacité des changements introduits en juillet 1985, avant

de considérer de nouvelles modifications dans les règles gouvernant l'usage de l'Ecu officiel. Enfin, aucune indication ne permet de penser que les positions prises l'année dernière dans ce domaine ont changé.

Les Suppléants continueront leur discussion sur ce sujet en avril et en particulier sur deux aspects. D'abord, ils examineront, sur la base des deux notes présentées par M. Szász en 1985, quels avantages la Communauté pourrait tirer de mesures intermédiaires visant à développer l'Ecu officiel et privé. En second lieu, les Suppléants étudieront les propositions qui ont été avancées pour rapprocher l'Ecu officiel et l'Ecu privé. Il s'agit plus précisément:

- des propositions présentées par la Banque de France au sein du "Groupe Dalgaard", Rapport No 55, et selon lesquelles le FECOM serait habilité à ouvrir des comptes en Ecus privés pour des banques centrales de la CEE ou hors de celle-ci, et pour des organismes communautaires (Commission et autres);
- d'une proposition, avancée dans un document récent de M. Masera de la Banca d'Italia, qui a pour but de relier l'Ecu officiel et privé, grâce à l'intermédiaire de la BRI agissant comme chambre de compensation.

Le Président rappelle le cadre dans lequel la discussion des Gouverneurs s'inscrit. Des travaux ont déjà été menés l'an dernier sur les incidences pour la politique monétaire du développement de l'Ecu privé et sur les possibilités que l'Ecu devienne un actif de réserve. Il est proposé de poursuivre dans cette voie selon les étapes esquissées par M. Loehnis. En juin et en septembre 1985, deux rapports intérimaires ont été présentés à l'ECOFIN par le Président Duisenberg. Ce dernier a rappelé que les Gouverneurs sont unanimes pour retenir l'union monétaire comme objectif à long terme, mais qu'ils se partagent entre ceux qui pensent que l'utilisation pleine et entière de l'Ecu en tant qu'actif de réserve et moyen de règlement peut être réalisée par une succession de petits pas et ceux qui estiment qu'une telle approche risquerait d'entamer la compétence des banques centrales pour assurer la stabilité monétaire et pourrait compromettre leur indépendance dans le cadre institutionnel national. Le Président Duisenberg a aussi indiqué aux Ministres que le Comité poursuivrait ses travaux et qu'il rendrait compte ultérieurement notamment sur les possibilités de développement de l'Ecu en tant qu'actif international de réserve et sur

les résultats des mesures prises en 1985 pour élargir l'utilisation de l'Ecu. M. Pöhl avait également souhaité l'an dernier que les Suppléants examinent l'opportunité de faire de l'Ecu, à terme, une monnaie européenne commune et les conditions pour y aboutir; il estimait en effet qu'il serait utile de sensibiliser les hommes politiques à l'importance des étapes à parcourir.

Le Président rappelle que, lors de la réunion informelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs, le 5 avril 1986, les Présidents du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire seront invités à faire le point des travaux faisant suite au mandat de Palerme d'avril 1985. Il convient donc, en se fondant sur la note de M. Loehnis, d'essayer de dégager quelques éléments pour ce rapport, par exemple les points d'accord et les sujets sur lesquels il existe encore des divergences.

M. Delors, au nom de la Commission, remercie tout d'abord le Comité des Gouverneurs d'avoir donné suite aux recommandations faites par les Ministres des Finances à Palerme. Lors de cette réunion informelle, la Commission n'a pas fait de proposition mais a posé des questions car le problème est extrêmement délicat et va très loin en termes de souveraineté nationale et de responsabilités des Gouverneurs des banques centrales.

Avant de commenter le rapport de M. Loehnis, qu'il juge remarquable par sa qualité technique et son esprit d'ouverture, M. Delors traite deux préalables à la discussion, à savoir la portée des dispositions monétaires inscrites dans l'acte unique adopté par le Conseil européen à Luxembourg en décembre 1985, et le devenir d'un SME qui fonctionnerait par hypothèse sans l'Ecu.

Dans l'acte unique, les gouvernements ont voulu marquer qu'il était impossible de relancer la construction communautaire sans une allusion à l'union économique et monétaire et aux expériences menées dans ce sens tant par la convergence des politiques économiques que par l'existence du SME; ils ont reconnu aussi que la dimension monétaire de la Communauté est un élément très populaire. En définitive, la portée de l'acte unique, c'est la réaffirmation de l'union économique et monétaire et de la réalisation d'un grand marché sans frontières. On peut alors se demander pourquoi la discussion a été si violente dans les mois et semaines qui ont précédé l'adoption de l'acte unique. En effet, le texte avancé par la Commission a été considéré comme modeste et insuffisant par les gouvernements les plus européens,

et il est très proche du texte qui a été finalement adopté; en particulier, les deux subordonnaient le passage à la phase institutionnelle ou 2e phase de Brême, à l'article 236 du Traité. En fait, une seule différence existait: le FECOM était mentionné dans le texte de la Commission et pas dans l'autre. La raison à cela est que certains pays membres considèrent que l'expérience du SME est réversible, c'est-à-dire que, soit elle peut être abandonnée si les circonstances l'exigent, soit le développement de la coopération monétaire se ferait selon une autre voie. Il y a là un sujet d'inquiétude car cela veut dire que certains estiment que le SME est encore fragile, qu'il n'a pas fait ses preuves. Or au Conseil ECOFIN informel de Rambouillet en mai 1984, tous les participants étaient unanimes pour dire que, au total, inconvénients et avantages bien pesés, le SME a eu un rôle globalement positif. Derrière cet élément existe une autre dissonance sur le rapport dialectique entre l'évolution du SME, qui aide la convergence des économies, et la convergence qui renforce le système. En effet, au Conseil européen de Luxembourg, certains estimaient que la convergence est le préalable essentiel et que le rapport dialectique n'existe pas.

Le second point concerne l'idée avancée par certains que le SME aurait pu fonctionner sans l'Ecu. C'est vrai qu'on aurait pu avoir, peut-être, les mêmes résultats en n'utilisant que le dollar pour les opérations à l'intérieur du système. En vérité, celui-ci repose sur un carré magique: le commerce libre entre les Etats membres, la liberté des mouvements de capitaux, des taux de change relativement fixes et une coopération nécessaire entre les politiques monétaires. M. Delors indique qu'il a l'intention de proposer prochainement au Conseil ECOFIN un programme complet de libération des mouvements de capitaux et qu'il pourrait le discuter au préalable avec les Gouverneurs si ceux-ci le souhaitent. Il est clair que si l'Ecu était supprimé mais si le SME était développé avec son carré magique, les craintes que les Gouverneurs peuvent avoir en ce qui concerne les contraintes sur leurs politiques monétaires existeraient en tout état de cause et seraient donc les mêmes qu'avec l'Ecu.

En ce qui concerne la note de M. Loehnis, M. Delors considère que l'hypothèse de l'Ecu monnaie commune est un problème pour dans 30-40

ans; en revanche, la question de l'Ecu comme monnaie de réserve se pose et doit être étudiée même si la réalisation n'est pas pour demain. Deux motivations peuvent justifier un tel développement de l'Ecu, à savoir les avantages d'un système multipolaire de monnaies de réserve et le renforcement de la puissance de la Communauté dans les affaires internationales. On demande trop au dollar, ce qui rend son seigneurage illimité alors qu'il ne répond pas à une des conditions d'une monnaie de réserve, c'est-à-dire une balance courante en excédent permettant de prêter ou d'emprunter de manière libre. Pour faire de l'Ecu une monnaie de réserve, il faut bien entendu une volonté politique et celle-ci ne peut pas transgresser les responsabilités des Gouverneurs; il faut en fait réaliser le carré magique. Une telle réalisation ne peut se faire que progressivement, ce qui signifie que la politique des petits pas est indispensable dans le cadre d'un consensus de défense et de diffusion de l'Ecu. On ne peut pas croire que l'Ecu privé va continuer à grandir sans une volonté de le diffuser. En outre, il n'y a pas de mur entre lui et l'Ecu public et il serait intéressant d'étudier l'osmose possible entre les deux, et des propositions faites à cet égard. Enfin, si l'on veut que l'Ecu reste suffisamment attractif, il faudrait, un jour ou l'autre, s'interroger sur son contenu. Faudrait-il un rattachement à l'or ou, comme le DTS, une sélection de quelques monnaies parmi celles des 12 pays membres? La composition actuelle de l'Ecu l'amène à être affecté par des faiblesses inhérentes à certaines monnaies ou bien oblige certains pays à supporter des euromonnaies qui, dans l'état actuel de leurs économies, constituent une contrainte qui n'est pas indiquée.

M. Pöhl présente tout d'abord deux ou trois observations sur les amendements au Traité, décidés à Luxembourg. Il n'a pas le sentiment, comme M. Delors l'a indiqué, que l'acte unique a suscité une discussion violente mais il a été surpris par l'initiative de la Commission, prise sans consultation des Gouverneurs, alors qu'il s'agissait de questions monétaires. Ces questions n'ont pas été incorporées dans le Traité de Rome mais, en définitive, la solution qui a été retenue à Luxembourg semble convenable.

Si la question de la réversibilité du SME ne se pose pas, il faut noter tout de même que quatre pays de la CEE ne participent pas au mécanisme de change, qu'un cinquième bénéficie d'un régime spécial et que la sortie du système est possible. Il est évident toutefois qu'il y a un très net avantage à appartenir et à rester dans cet îlot de stabilité. Le SME a fait ses preuves et il est utile de réfléchir sur les possibilités de continuer à le développer. La réflexion ne devrait pas être centrée sur des questions juridiques mais sur les mesures nécessaires à un développement concret du système. Dans cet esprit, on ne peut que se féliciter de l'intention de la Commission de faire des propositions pour une nouvelle libéralisation des mouvements de capitaux et il serait souhaitable de pouvoir discuter au préalable de telles propositions dans le Comité. Il faudrait aussi que la libération des mouvements de capitaux soit générale et aboutisse à une totale convertibilité des monnaies de la CEE à l'égard des monnaies tierces. Ce serait une condition importante pour tout développement du rôle de l'Ecu.

L'Ecu privé est devenu une sorte de monnaie de placement, d'investissement mais il manque un nombre suffisant de débiteurs de 1ère classe dont les titres sont susceptibles d'être détenus par des banques centrales. En effet, ces dernières peuvent accepter facilement des titres émis par des gouvernements nationaux et par des institutions européennes, mais difficilement du "papier" d'entreprises privées. Toutefois, même si les restrictions formelles existantes étaient supprimées - ce qui paraît tout à fait possible prochainement - les pouvoirs publics en Allemagne ne seraient pas prêts à s'endetter en Ecus privés.

La qualité des investissements en Ecus dépend non seulement de la qualité du débiteur, mais aussi de la stabilité de sa valeur. Ainsi, un investisseur allemand qui achète des valeurs en Ecus parce que la rémunération est plus élevée que sur le deutsche mark perd en général cet avantage à travers la perte de la valeur de l'Ecu par rapport au DM. Une telle évolution, accentuée par le déclin de la livre sterling, explique le peu d'engouement en Allemagne pour l'investissement en Ecus qui est pourtant sans restriction. A l'avenir, une telle liberté devrait être étendue à toutes les opérations en Ecus, y compris donc

l'endettement, non seulement en Allemagne mais dans les pays qui conservent également des restrictions, parfois plus lourdes par exemple pour l'investissement.

En ce qui concerne l'Ecu officiel, le "paquet" entré en vigueur en 1985 constitue une amélioration appréciable et un certain temps de réflexion ou d'expérience apparaît utile. Le mécanisme de mobilisation connaît sa première application avec la Banca d'Italia et aucun Tiers détenteur n'est encore en possession d'Ecus, ce qui n'est pas surprenant étant donné qu'on ne peut utiliser cet instrument qu'à l'intérieur du circuit de la Communauté. Certes, de nouvelles améliorations ne sont pas à exclure mais des progrès spectaculaires ne semblent pas imminents, ni probables, ni possibles et, par conséquent, il n'est pas nécessaire de prendre de nouvelles initiatives. L'essentiel pour le SME est de conforter son fonctionnement par une meilleure convergence et par l'enrichissement, fondé sur l'expérience mutuelle, des techniques de gestion du mécanisme de change. A cet égard, l'expérience depuis plusieurs mois, surtout comparée à 1983, permet de voir l'avenir avec confiance.

M. Delors présente quelques brèves remarques. Il rappelle que, durant la Conférence intergouvernementale, où le temps était compté, il a préparé un texte, sachant que des formules beaucoup plus volontaristes étaient prêtes à être déposées; ce texte a été remis, avant toute transmission officielle, aux Présidents en exercice du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire, et les remarques de ces deux Comités ont été prises en compte dans la version qui a été déposée. M. Delors souligne ensuite que sous sa Présidence la Commission n'a jamais réclamé et ne réclamera jamais de compétences monétaires. Il indique enfin qu'en ce qui concerne la libération des mouvements de capitaux, il avait l'intention d'en parler au Conseil ECOFIN informel du 5 avril mais qu'il peut reporter cela de façon à avoir une discussion en premier au Comité des Gouverneurs en mai, en espérant qu'aucun autre engagement impératif ne coïncidera à cette date-là.

M. Camdessus indique qu'en présentant le problème de l'Ecu aux Ministres, il serait intéressant de montrer les caractéristiques du présent comparées à celles qui prévalaient en mars 1979. A cette époque-là,

les pays de la CEE étaient à la veille du second choc pétrolier et donc, pour plusieurs d'entre eux, au bord de déséquilibres graves de la balance des paiements, et à la veille d'un nouveau départ du dollar vers plus de volatilité et ensuite vers une hausse très forte. En outre, les philosophies économiques des gouvernements européens étaient très différentes. Aujourd'hui, au contraire, la doctrine du "growth orientated adjustment" est partagée par tous. Les pays de la CEE tendent vers des balances des paiements excédentaires, certaines très excédentaires, ce qui veut dire une évolution naturelle vers le démantèlement du contrôle des changes, notamment en France. A cet égard, l'intention du Président Delors de soumettre au Comité ses propositions avant de les communiquer aux Ministres est très intéressante.

La philosophie concernant la construction monétaire européenne a également changé depuis 1979. Dans les textes originels, les sauts politiques avaient en quelque sorte le *prima* et on parlait de passage à une seconde étape et d'abandon de souveraineté. Bien sûr, de tels abandons sont inhérents à une démarche vers une monnaie commune à plus long terme mais, depuis 1979, grâce au consensus et à la coopération, des progrès, qui en d'autres temps auraient été inimaginables ou auraient relevé d'initiatives politiques lourdes, ont été accomplis. Ainsi, graduellement, les pays membres ont développé une position commune à l'égard du dollar et plus récemment en matière de taux d'intérêt.

A partir de ces constatations que l'on doit clairement exposer aux Ministres, M. Camdessus se demande ce qu'on peut faire sur le plan concret et se déclare ardemment convaincu de l'utilité de la stratégie des petits pas. L'expérience montre que chaque fois que des mesures sont prises, personne n'en souffre et tout le monde y gagne quelque chose. Dans cette perspective, la tentative de rapprochement entre l'Ecu public et l'Ecu privé, proposée par M. Loehnis, est bienvenue. Les deux types d'Ecu se renforcent mutuellement et même si l'Ecu public ne semblait pas indispensable - ce qui n'est pas l'avis de M. Camdessus - il est souhaitable de le développer progressivement. En effet, l'Ecu public est le soubassement, l'élément de stabilisation de l'Ecu privé et les banques centrales ont des devoirs, même s'ils ne sont écrits nulle part, à l'égard des agents économiques qui ont fait confiance à l'Ecu privé et qui le gèrent. Il convient donc d'entreprendre des travaux sur le rapprochement entre l'Ecu public et l'Ecu privé.

Dans le domaine de l'Ecu public, certaines mesures pourraient être prises et pourraient être utiles. Ainsi, l'absence d'intérêt de tiers détenteurs pour l'Ecu public devrait amener à se pencher sur les conditions imposées à une telle détention. De même, l'évolution de la pratique des interventions depuis 1979, avec la disparition des interventions aux limites et le fort développement de celles à l'intérieur des marges, devrait conduire à une reconnaissance de cette évolution, c'est-à-dire à une mise en accord du droit avec les faits pour laquelle des propositions ont déjà été faites. Enfin, M. Camdessus revient sur une suggestion de M. Pöhl et considère que les gouvernements qui se disent européens devraient s'endetter en Ecus privés permettant ainsi de créer un large marché de l'Ecu privé, et aux banques centrales d'acheter de la dette publique libellée en Ecus, plutôt par exemple qu'en dollars. Une telle suggestion pourrait être faite par la Commission.

M. Duisenberg présente tout d'abord trois remarques relatives à la révision du Traité de Rome décidée à Luxembourg. En premier lieu, les amendements soulignent la nécessité d'un parallélisme entre la convergence en matière économique et en matière monétaire; en second lieu, ils laissent ouvert le contenu de l'objectif final qui est l'union économique et monétaire; enfin, ils donnent un statut formel au Comité des Gouverneurs qui doit être consulté, à l'avenir, pour tout changement de caractère monétaire. Techniquement, les progrès vers l'union économique et monétaire seraient possibles sans l'Ecu mais politiquement celui-ci est essentiel; comme il a été dit, le SME c'est le "serpent" plus l'Ecu. Cela ne signifie pas, cependant, que toute modification du rôle de l'Ecu soit nécessaire ou souhaitable. A cet égard, on peut être surpris par la remarque de M. Delors qu'à long terme l'Ecu ne pourrait pas fonctionner avec toutes les monnaies communautaires et qu'il faudrait réduire les composantes du panier. Une telle voie introduirait une Europe à deux vitesses, et il faudrait l'examiner très soigneusement avant de s'y engager.

M. Duisenberg considère qu'il faut étudier les moyens de mettre l'Ecu au service de l'union économique et monétaire dont la réalisation nécessite la création d'un marché financier libre, et il se félicite des intentions de M. Delors dans ce domaine. Pour l'Ecu public, il serait sage d'avoir un temps de réflexion et de gagner davantage d'expérience sur les

nouveautés introduites l'an dernier. Pour l'Ecu privé, les idées de rapprochement avec l'Ecu public sont intéressantes mais on devrait d'abord éliminer les restrictions existantes.

Les Suppléants devraient poursuivre leurs travaux selon le programme esquissé par M. Loehnis, étant entendu que toute proposition avancée devrait être justifiée par un progrès dans la voie vers l'union économique et monétaire.

M. Godeaux considère que la réflexion qui consiste à regarder le présent et à comparer les théories incorporées dans les textes de 1979 et les pratiques actuelles est fructueuse. Nous avons eu en 1984 et 1985 un long débat sur le "petit paquet" et la possibilité de l'élargir. Bien que la Banca d'Italia ait apporté récemment un contenu à un des éléments de ce paquet, il reste néanmoins intéressant de continuer à examiner, dans l'esprit du pragmatisme qui inspire la note de M. Loehnis, les idées mises en avant lors de la discussion et en particulier la philosophie des interventions intramarginales par rapport à une théorie qui en 1979 était tout à fait différente. Certains Gouverneurs craignent, peut-être, que les interventions intramarginales servent à retarder les ajustements nécessaires, notamment de taux de change, mais la réalité oblige à constater que si les mécanismes de financement et de règlement en Ecus ne sont pas utilisés pour ce type d'intervention, ils sont condamnés à n'avoir pratiquement aucun usage. Il semble donc que la réflexion devrait permettre de prendre ce qu'il y a de meilleur dans les évolutions constatées et pour d'autres domaines, comme l'Ecu privé, de laisser se développer les spontanités et forces du marché. Les Suppléants devraient donc poursuivre l'examen du dossier. Les pas accomplis en 1985 n'étaient pas dénués de signification et dans le même esprit il faut continuer à chercher à faire de nouveaux petits pas; c'est la seule façon de progresser, étant donné que les grands sauts politiques ne sont pas prévisibles dans l'avenir proche.

M. Ciampi observe tout d'abord qu'au sein du Comité le rôle positif que le SME a joué a été souvent mis en relief et que les Gouverneurs ont toujours oeuvré pour le succès et l'amélioration du système, convaincus que ce dernier est un instrument puissant pour une meilleure coordination des politiques économiques dans la Communauté. M. Ciampi apprécie l'intention de M. Delors de discuter préalablement dans le Comité les propositions de libéralisation des marchés des capitaux.

En ce qui concerne la réflexion engagée par les Suppléants et les Gouverneurs, il y a évidemment accord pour dire que les ajustements dans les conditions économiques, budgétaires et monétaires sont nécessaires pour mener à bien la réalisation d'une zone de stabilité monétaire. Toutefois, cela ne doit pas exclure la prise en considération d'initiatives parallèles dans le domaine de l'Ecu public et privé sans entamer pour autant la souveraineté monétaire et budgétaire. La question est donc d'améliorer à la fois la coordination et la convergence des politiques économiques et le développement du rôle de l'Ecu.

Les raisons de l'usage limité de l'Ecu public tiennent essentiellement à sa précarité et aux limites d'acceptation. Toute amélioration devrait donc viser à éliminer ces inconvénients sans pour autant avoir des répercussions monétaires préjudiciables. Les initiatives envisagées pour promouvoir l'Ecu privé devraient viser à le rendre plus efficace dans les marchés financiers et à renforcer son usage dans les transactions commerciales. A ce propos, l'Ecu privé a certainement le potentiel pour devenir un actif de réserve international largement utilisé; il serait donc important que tous les pays de la CEE lui reconnaissent le statut de monnaie.

Des initiatives dans cette voie sont contenues dans la proposition française d'autoriser le FECOM d'ouvrir des comptes en Ecus privés au nom des banques centrales, et dans la proposition de la Commission de favoriser l'émission de titres de la Communauté libellés en Ecus. Une autre suggestion - italienne - envisage d'établir un lien entre les circuits de l'Ecu public et de l'Ecu privé.

Le paquet de mesures mis en place le 10 juin 1985 a amélioré les fonctions de l'Ecu public et sans lui il n'y aurait, à l'heure actuelle, aucune utilisation de cet actif. Pour progresser davantage, il faudrait supprimer les restrictions qui continuent à freiner l'usage de l'Ecu et ce serait un préalable à toute tentative de résoudre les importantes questions institutionnelles.

Le processus d'extension de l'usage tant de l'Ecu public comme actif de réserve international que de l'Ecu privé comme substitut pour les prêts et emprunts en monnaie nationale devrait toutefois être surveillé afin d'éviter des difficultés pour le contrôle de la monnaie et du crédit. En particulier, il pourrait être approprié d'examiner la possibilité d'introduire, au moment opportun, des réserves obligatoires ou d'autres instruments

de contrôle sur les opérations bancaires nationales effectuées en Ecus, en vue d'éviter une incitation artificielle pour les résidents à constituer des dépôts en Ecus plutôt qu'en monnaie nationale. Le processus de surveillance pourrait être confié au FECOM.

M. Jaans rappelle que les règles sur l'Ecu public adoptées en 1979 étaient une sorte de compromis entre des ambitions et des craintes contradictoires, certains pensant qu'il fallait au départ un volume très important d'Ecus pour asseoir sa crédibilité, d'autres craignant de devoir de ce fait accumuler des montants excessifs d'Ecus. A l'époque, d'ailleurs, personne ne pouvait prévoir que les interventions intramarginales deviendraient la règle et que l'Ecu privé se développerait parallèlement. Si l'on devait refaire le SME aujourd'hui, peut-être qu'on créerait moins d'Ecus mais qu'on les rendrait plus utilisables. Il n'y a pas actuellement un besoin urgent de lancer des initiatives mais la réflexion doit se poursuivre en se concentrant sur les points de convergence permettant de conférer à l'Ecu un usage plus large, plus facile et en s'inspirant des expériences accumulées, surtout le fait que les interventions intramarginales sont devenues la nouvelle règle.

Le Président remercie tous les participants au débat qui a été très riche; il indique qu'avec l'aide de M. Loehnis et du Secrétariat il essaiera de rédiger un texte dont il s'inspirera très largement pour le rapport oral aux Ministres le 5 avril. Ce texte sera diffusé aux Gouverneurs quelques jours avant, en vue de recueillir des commentaires qui devraient permettre ensuite d'exprimer, dans la présentation orale, des opinions aussi collectives que possible.

IV. Rapport du Président du Comité concernant la discussion au Conseil ECOFIN sur l'endettement international

Le Président indique qu'en plus d'un bref rapport sur la discussion tenue hier 10 mars, au Conseil ECOFIN sur la dette internationale, il fournira quelques informations sur des sujets qui ont été évoqués lors du déjeuner du Conseil; il rappelle aussi que ce point de l'ordre du jour peut être l'occasion d'aborder des questions qui seront discutées lors des prochaines réunions à Washington du Comité intérimaire et du Comité de Développement.

Le débat du Conseil ECOFIN sur la dette a été très général. Le Président a tout d'abord rappelé que le rapport écrit présenté par M. Tietmeyer,

Président du Comité monétaire, sur l'endettement international constituait la base de discussion et que les Ministres des Finances devraient revenir sur ce sujet, plus en détail, le 5 avril, lors de leur réunion informelle, l'objectif étant d'aboutir à une position commune pour la réunion du Comité intérimaire de Washington.

M. Tietmeyer n'a pas fait d'exposé introductif et s'est limité à attirer l'attention des Ministres sur les quelques points suivants:

- la décrue des taux d'intérêt qui s'est produite depuis la diffusion du rapport et la poursuite de la chute des prix du pétrole;
- la difficulté pour établir actuellement une appréciation complète et définitive des effets de ces éléments, y compris la dépréciation du dollar;
- la nécessité de mettre en oeuvre rapidement et avec souplesse le plan Baker;
- les différences de vues concernant la création d'une nouvelle facilité pétrolière.

Tous les Ministres ou leurs représentants sont intervenus dans la discussion ainsi que MM. Delors et Cheysson et le Président du Comité des Gouverneurs. Le rapport du Président du Comité monétaire a été bien accueilli; c'est un document équilibré aussi bien en ce qui concerne les solutions par cas d'espèce dans le court terme qu'en ce qui concerne les moyens de mettre au point des instruments pour le moyen terme. Parmi les remarques qui ont été formulées, les points ci-après méritent d'être mentionnés:

- La manière de procéder cas par cas est la meilleure pour résoudre le problème de la dette, d'autant plus que la situation entre les pays débiteurs est devenue plus différenciée à la suite de la chute des prix du pétrole.
- Les discussions et les négociations à propos du problème de la dette devraient rester placées sur le plan économique et financier, et devraient se dérouler dans les enceintes compétentes. En effet, tous les Ministres se sont prononcés contre une solution politique; certains cependant ont estimé qu'une dimension politique est inévitable et qu'elle pourrait amener les pays industrialisés à accepter à l'avenir une certaine "création monétaire", sous la forme par exemple d'allocations de DTS, ou à donner certaines garanties aux banques commerciales pour les risques qu'elles prennent. A ce propos,

le Président du Comité des Gouverneurs a indiqué que les gouvernements et les banques centrales ne peuvent pas forcer les banques à accorder plus de crédits mais qu'ils pourraient oeuvrer en vue de créer les conditions favorables nécessaires pour encourager la contribution des banques; ils peuvent par exemple élargir le rôle de la Banque mondiale et rendre les crédits à l'exportation, notamment les crédits liés, plus souples et plus accessibles. Dans ce dernier domaine, aucun accord n'a été réalisé par le Conseil sur les directives de négociation à donner à la Commission pour les prochaines tractations dans le cadre de l'OCDE. Cette question sera reprise lors de la session informelle du Conseil ECOFIN, le 5 avril. De même, il n'y a pas eu de consensus général sur l'idée d'une nouvelle facilité du FMI, certains pays estimant que les instruments existants devraient être exploités à plein et devraient suffire pour l'instant.

En revanche, un accord général s'est dégagé pour une mise en oeuvre aussi rapide que possible du plan Baker. Il a été noté que les pays industrialisés devraient viser à une expansion rapide du commerce mondial et à sa libéralisation (les pays de la CEE étant appelés à participer activement aux négociations du GATT) et devraient aussi coordonner les évolutions des cours de change des principales monnaies.

Au cours du déjeuner informel, d'autres points ont été abordés; ils pourraient être repris à la réunion du 5 avril, notamment les suivants:

- l'harmonisation des régimes nationaux concernant les fonds propres des banques commerciales, pour laquelle a été évoquée la possibilité d'une Recommandation, formule souple et peu contraignante, ou d'une Directive, solution nettement plus impérative;
- l'accès ou le manque d'accès au marché financier japonais;
- la réponse fiscale à la chute des prix du pétrole, c'est-à-dire comment les gouvernements réagiront à celle-ci par exemple, soit en laissant aux consommateurs le bénéfice de cette baisse, ce qui aura un effet favorable sur l'inflation et le taux de change, soit en relevant les taxes sur le pétrole pour pouvoir réduire celles frappant d'autres activités ou réduire les déficits budgétaires; aucune conclusion n'a été dégagée sur ce sujet intéressant qui sera repris le 5 avril.

M. Camdessus remercie le Président pour son compte rendu si précis et si intéressant de la session des Ministres et revient sur la question des fonds propres des banques. Il s'agit-là du type même de sujet pour lequel il serait souhaitable de faire application de l'acte unique et de consulter le Comité avant que les textes soient proposés au Conseil. Le choix entre une Recommandation et une Directive n'est pas innocent et il semble que cette dernière est peut-être un instrument un peu lourd compte tenu des différences extrêmes qui existent dans le statut des banques dans les pays de la CEE. Par exemple, certains pays ont de fortes raisons de privilégier une politique de provisions plutôt qu'une politique de fonds propres, pour d'autres, c'est le contraire. En conséquence, si on allait trop vite dans la voie d'une Directive, au demeurant adoptée à la majorité qualifiée, on risquerait de créer un problème contentieux, public, et difficile, alors qu'il vaut mieux discuter dans le calme et avec de grandes précautions.

M. Duisenberg appuie vivement les suggestions ou conseils que M. Camdessus vient d'exposer.

M. Delors indique qu'il prend note des propos de M. Camdessus et qu'il pense d'ailleurs que les Ministres des Finances devraient demander la consultation du Comité des Gouverneurs sur ces questions. Il faut toutefois bien distinguer les procédures formelles des procédures informelles. Par exemple, pour la libération des mouvements de capitaux, le Président de la Commission peut prendre l'initiative de consulter au préalable les Gouverneurs, alors que pour les questions bancaires, pour lesquelles une procédure formelle a déjà été engagée, il ne peut qu'indiquer à M. Ruding, Président du Conseil, qu'une consultation rapide du Comité des Gouverneurs pourrait avoir lieu, vu notamment que la surveillance bancaire est souvent de la responsabilité des banques centrales. D'autre part, il ne semble pas que l'acte unique de Luxembourg sera appliqué, en esprit, à ces questions bancaires.

M. Delors présente ensuite quelques remarques sur les réflexions de la Commission relatives aux conséquences de la baisse du prix du pétrole. En premier lieu, il faut distinguer entre ce qu'on peut appeler la partie de poker engagée entre l'Arabie Saoudite et le Koweït d'un côté, et les autres pays de l'autre. Cette partie pourrait être menée très loin et il est difficile de séparer les prévisions que l'on peut faire à son égard des tendances à moyen et à long terme des prix du pétrole, d'autant que l'issue de la partie aura certainement de grandes incidences pour les prix durant les 2 ou 3 années à venir.

La Commission a distingué quatre niveaux de prix du pétrole. Un niveau entre 18 et 20 dollars le baril, sur la base duquel les Services de la Commission et de nombreux pays travaillent pour revoir les comptes économiques. Un niveau de 15 dollars à partir duquel certains pays pourraient être tentés de réagir au moyen de taxes; un niveau de 10 dollars qui rend cette hypothèse encore plus plausible et un niveau de 6 dollars qui toucherait au coût marginal d'exploitation dans plusieurs régions et notamment aux Etats-Unis, ceux-ci pouvant alors être amenés à protéger leurs producteurs par une taxe à l'importation. En second lieu, la chute des prix du pétrole a des conséquences sur l'endettement: plus le prix baisse, plus la situation est contrastée entre les pays, ce qui conduit à penser qu'on devrait être prêt à tout moment à réaliser une opération, aussi brillamment réussie que celle d'août 1982, opération qui illustrerait l'initiative Baker. Dans ce contexte, le rôle important joué par le Club de Paris a été insuffisamment souligné; par exemple en 1985, le rééchelonnement a porté sur 38 milliards de dollars dont la moitié a été faite par l'Europe. Pour faire face au problème qui pourrait atteindre à nouveau des cas extrêmes, il faudrait une conjugaison de l'action du FMI et du Club de Paris du côté public et de celle des banques privées. Tout en excluant de garantir les crédits accordés par ces dernières, un encouragement pourrait leur être apporté sous la forme par exemple d'une action coordonnée en matière de crédit à l'exportation. Une telle approche, inscrite bien entendu dans la stratégie du cas par cas, serait d'autant plus importante qu'à propos des pays endettés on peut se poser non seulement la question de savoir s'ils peuvent payer et s'ils peuvent continuer l'ajustement sans déstabilisation politique et sociale, mais aussi s'ils voudront payer.

M. Delors souligne enfin ses craintes quant au fait que, dans certains pays, le contre-choc pétrolier est présenté comme une sorte de manne à se répartir. Il est essentiel à cet égard de prendre en considération en même temps le court et le moyen terme. La Commission s'est refusée à faire une proposition générale de politique économique (chaque pays membre a une marge de manœuvre qu'il doit utiliser au mieux) et elle se contentera d'attirer l'attention au Conseil informel sur l'illusion que la crise économique est terminée et sur les risques pour les politiques d'énergie d'un effondrement des prix du pétrole.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas eu d'autres questions.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

En raison de l'absence de séance au mois d'avril, la prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi 13 mai 1986 à 10 heures.

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

FEVRIER 1986

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 le mois de février et les premiers jours de mars 1986.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- nouvelle forte baisse du dollar EU, accompagnée parfois de fluctuations excessives;
- persistance des tensions au sein du SME qui ont été cependant moins prononcées qu'au cours des mois précédents;
- affaiblissement de la livre sterling et du dollar canadien par rapport aux monnaies européennes et au yen.

La baisse du dollar EU, qui s'était amorcée il y a près d'un an, s'est poursuivie en février. Le dollar a perdu environ 7% vis-à-vis des monnaies européennes et du yen japonais; il est tombé à des niveaux inférieurs de quelque 35% aux sommets qu'il avait atteints un an auparavant par rapport à la plupart des grandes monnaies. L'attente d'une réduction des taux d'intérêt, alimentée en grande partie par la chute des prix pétroliers, s'est traduite par une vive reprise sur le marché du crédit qui a abaissé d'un point, à 8 1/4% environ, le rendement des titres à long terme du Trésor

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

des Etats-Unis. En outre, diverses déclarations émanant de hauts responsables américains et étrangers ont donné, dans l'ensemble, l'impression que les autorités n'agiraient pas pour enrayer la dépréciation.

Le SME est resté soumis à des tensions, moins prononcées cependant qu'au cours des mois précédents. Le deutsche mark, le franc français, le florin néerlandais et la lire italienne sont demeurés dans la moitié supérieure de la bande étroite du SME, alors que le franc belge, la livre irlandaise et la couronne danoise étaient proches de la limite inférieure. Toutefois, le volume des interventions nécessaires pour éviter l'atteinte des cours extrêmes a fléchi en comparaison avec les mois précédents.

Le deutsche mark a accentué sa progression par rapport au dollar EU. Le 27 février, il se situait à quelque DM 2,20, son plus haut niveau depuis novembre 1981. Au sein du SME, il a également poursuivi son ascension, en dépit d'importantes ventes de deutsche marks par des banques centrales partenaires. A la fin du mois, il a touché son point d'intervention supérieur vis-à-vis du franc belge.

Favorisé par l'annonce d'un excédent de FF 3,5 milliards du commerce extérieur en janvier, le franc français est demeuré dans la partie supérieure de la bande communautaire. Après la faible hausse des prix constatée en janvier (+0,1%), la Banque de France a procédé, le 20 février, à une réduction de 8 3/4% à 8 1/2% du taux de ses interventions sur le marché monétaire. La rémunération de l'eurofranc a continué de marquer une prime par rapport aux taux intérieurs, en raison de la demande d'emprunt des non-résidents.

Durant le mois écoulé, le franc belge a été soumis à de fortes pressions qui se sont intensifiées en fin de période et se sont traduites par d'importantes interventions intramarginales, essentiellement en marks.

Pendant tout le mois, le florin néerlandais est demeuré près du sommet de la bande du SME. Il a dû toutefois être soutenu par des interventions au cours de la dernière semaine de février, pour stabiliser sa position à la suite du raffermissement du deutsche mark. Le repli passager du florin a été dû en partie à l'incertitude du marché au sujet des conséquences pour l'économie néerlandaise de la chute des prix de l'énergie.

La couronne danoise est restée pratiquement inchangée dans la partie inférieure de la bande étroite du SME.

La livre irlandaise est demeurée inchangée, légèrement au-dessus de la limite inférieure de la bande du SME, grâce à des interventions relativement importantes de la Central Bank of Ireland tout au long du mois. En outre, le 3 février, la banque centrale a relevé de 2% son taux d'avances à court terme, en le portant à 13,75%.

Après avoir été ferme au cours de la seconde quinzaine de janvier, la lire italienne n'a pas quitté en février la partie supérieure de la bande du SME, légèrement au-dessous de la monnaie la plus forte. Cette évolution a permis une reconstitution notable des réserves de change, sous la forme d'achats de deutsche marks et, dans une moindre mesure, de dollars EU par la Banca d'Italia.

Le comportement de la livre sterling a de nouveau été dominé par l'évolution des prix pétroliers qui ont fléchi durant le mois. En conséquence, la livre n'est pas parvenue à tirer un avantage très durable de la poursuite de la baisse du dollar. Bien qu'elle ait atteint \$EU 1,4960 le 25 février, elle a vite reperdu du terrain, surtout par rapport aux monnaies européennes. Son indice pondéré a baissé de près de 2% sur le mois.

La peseta espagnole a atteint son niveau record par rapport au dollar EU depuis mai 1983 - PTA 139,60 le 27 février - et s'est établie à la fin du mois à PTA 140,106 pour un dollar, les deux chiffres étant des cours du fixing. Tout en gagnant 7,4% et 3,5% vis-à-vis du dollar EU et de la livre sterling respectivement, la peseta s'est appréciée ou dépréciée selon le cas par rapport aux monnaies participant au mécanisme de change du SME. En termes effectifs, elle enregistre un gain de 0,4% par rapport aux monnaies communautaires.

La drachme grecque a progressé de 6,1% à l'égard du dollar EU, mais a perdu 0,9% vis-à-vis de l'Ecu et s'est dépréciée de 0,8% en termes effectifs.

Sur la base du taux de change effectif, l'escudo portugais est demeuré stable. En raison principalement de l'évolution du dollar EU sur les marchés internationaux, l'escudo a gagné 5,7% vis-à-vis de la monnaie américaine et a atteint son plus haut niveau le 27 février. Il a perdu 1,2% par rapport à l'Ecu.

Grâce à une évolution favorable du taux d'inflation, le franc suisse s'est nettement renforcé à l'égard des monnaies du SME. Un nouvel abaissement des taux d'intérêt a renversé cette tendance plus tard dans le

mois. Du fait de la dépréciation du dollar EU et de la livre sterling, le franc suisse a progressé de 2% en termes pondérés.

Sauf pendant deux semaines au milieu de février, l'afflux de capitaux vers la Suède s'est poursuivi et la couronne suédoise, confortée par des gains d'exportations, est demeurée ferme.

Après la spéculation dirigée contre la couronne norvégienne en janvier, le retour à une situation plus ordonnée sur le marché a entraîné un renforcement de 1% de la couronne en termes effectifs.

Le dollar canadien a vivement fléchi au début de février, atteignant un niveau minimum de \$EU 0,6913, une forte activité spéculative, conjuguée à des ventes de la part des entreprises, précipitant la chute. Par la suite, les interventions massives des autorités sur le marché monétaire et le marché des changes ont fait remonter la monnaie à plus de \$EU 0,7200. Les écarts de taux d'intérêt à court terme se sont élargis à quelque 4 1/2% en faveur des placements au Canada. Vers la fin du mois, le dollar canadien s'est effrité, en raison du jugement assez négatif porté sur le budget fédéral par le marché des changes, et a clôturé le mois à \$EU 0,7035.

Le yen japonais a gagné 6,3% vis-à-vis du dollar EU. En milieu de mois, il s'est rapidement renforcé, traduisant la prise de conscience par le marché du fait que les autorités américaines et japonaises ne cherchaient pas à enrayer la baisse du dollar EU par rapport au yen. Toutefois, après avoir atteint Y 178 pour un dollar le 19 février, il a fluctué aux alentours de Y 180 en fin de mois, le marché craignant qu'il ne progresse trop rapidement. A l'égard des principales monnaies européennes, il s'est apprécié au cours de la première quinzaine, puis s'est replié durant la seconde, terminant le mois approximativement au même niveau qu'en début de période.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En février, les ventes nettes de dollars EU des banques centrales ont atteint \$EU 1,7 milliard, contre \$EU 1,6 milliard en janvier. Le chiffre de février résulte de \$EU 3,7 milliards de ventes brutes et de \$EU 2,0 milliards d'achats bruts. Les principaux vendeurs nets de dollars ont été la Banque du Canada et la Central Bank of Ireland.

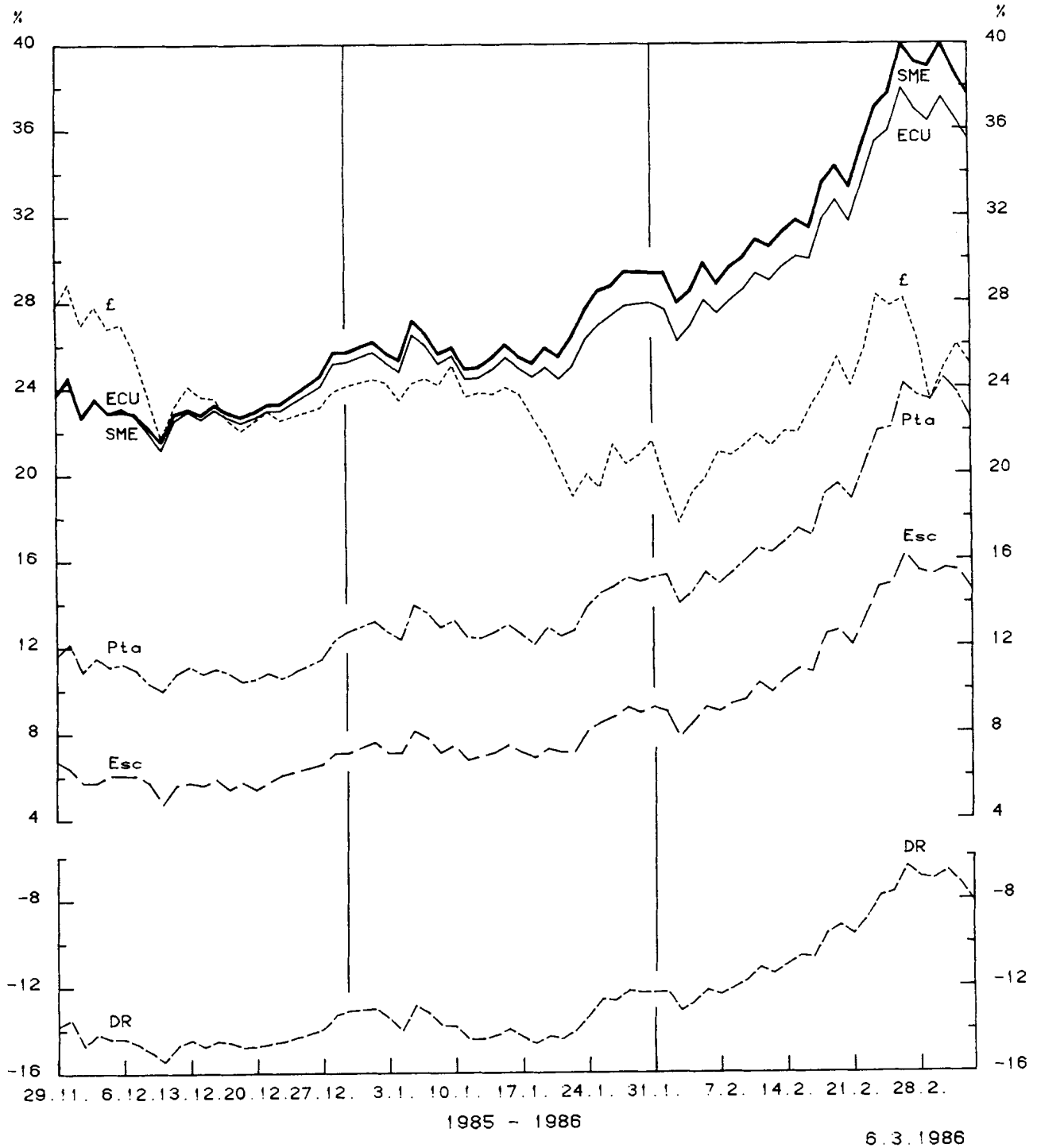
b) Interventions en monnaies communautaires

Les interventions brutes en monnaies communautaires se sont élevées à l'équivalent de \$EU 3,8 milliards et reflètent principalement des ventes et des achats de deutsche marks à l'intérieur des marges par la Banque de France, la Banca d'Italia et la Banque Nationale de Belgique.

III. PREMIERS JOURS DE MARS 1986

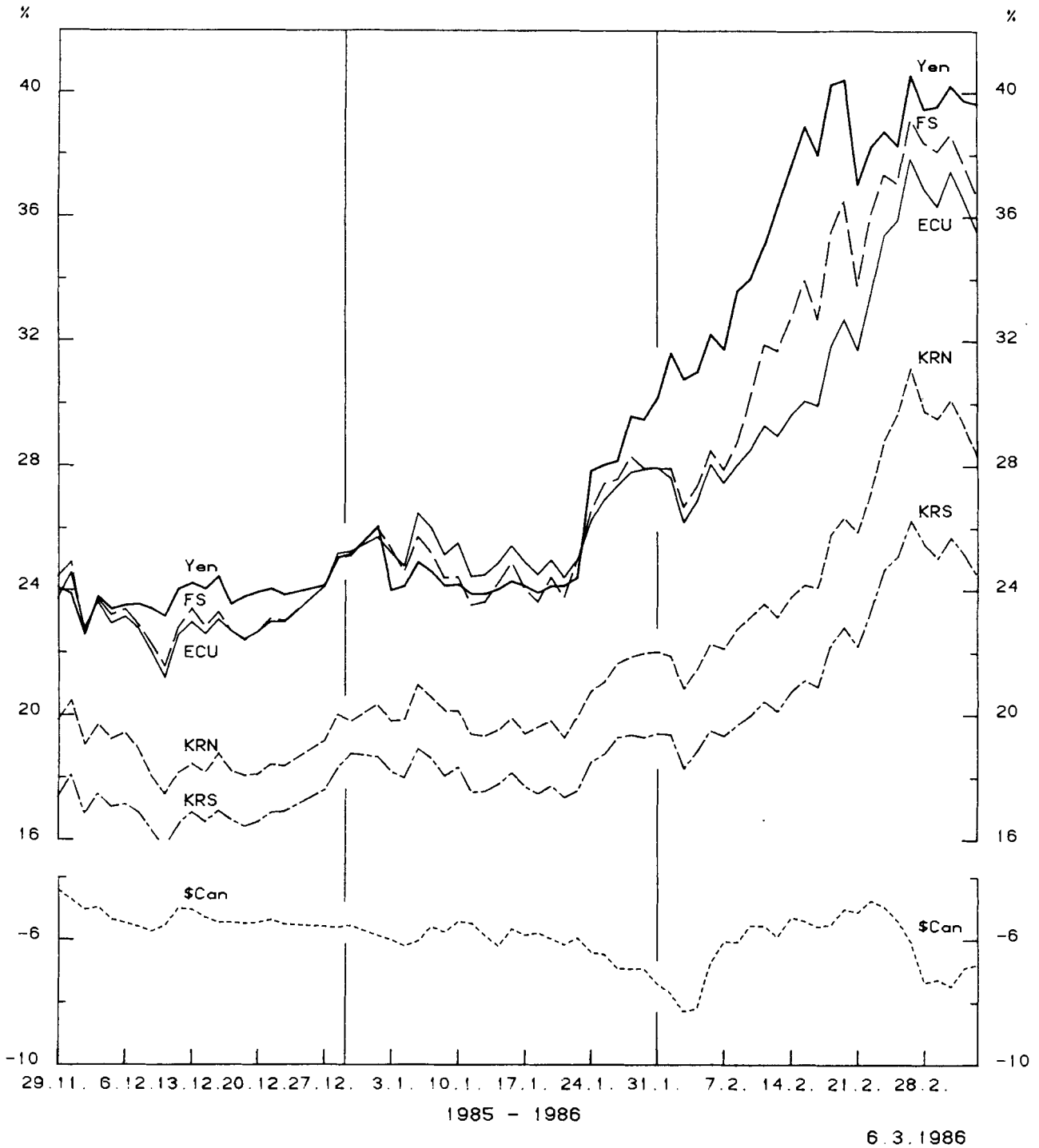
Dans les premiers jours de mars, le dollar EU s'est stabilisé. Par la suite, le marché s'attendant de plus en plus à une réduction des taux officiels en Allemagne et au Japon, la monnaie américaine s'est redressée d'environ 1%. Plusieurs banques centrales ont diminué leur taux de référence. Le taux d'escompte officiel a été ramené de 0,5 point en Allemagne, aux Pays-Bas, au Japon et aux Etats-Unis, alors que la Banque de France a de nouveau réduit son taux d'intervention de 0,25 point. Au sein du SME, le deutsche mark s'est maintenu au sommet de la bande, près des limites d'intervention du franc belge et de la livre irlandaise.

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 31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU •



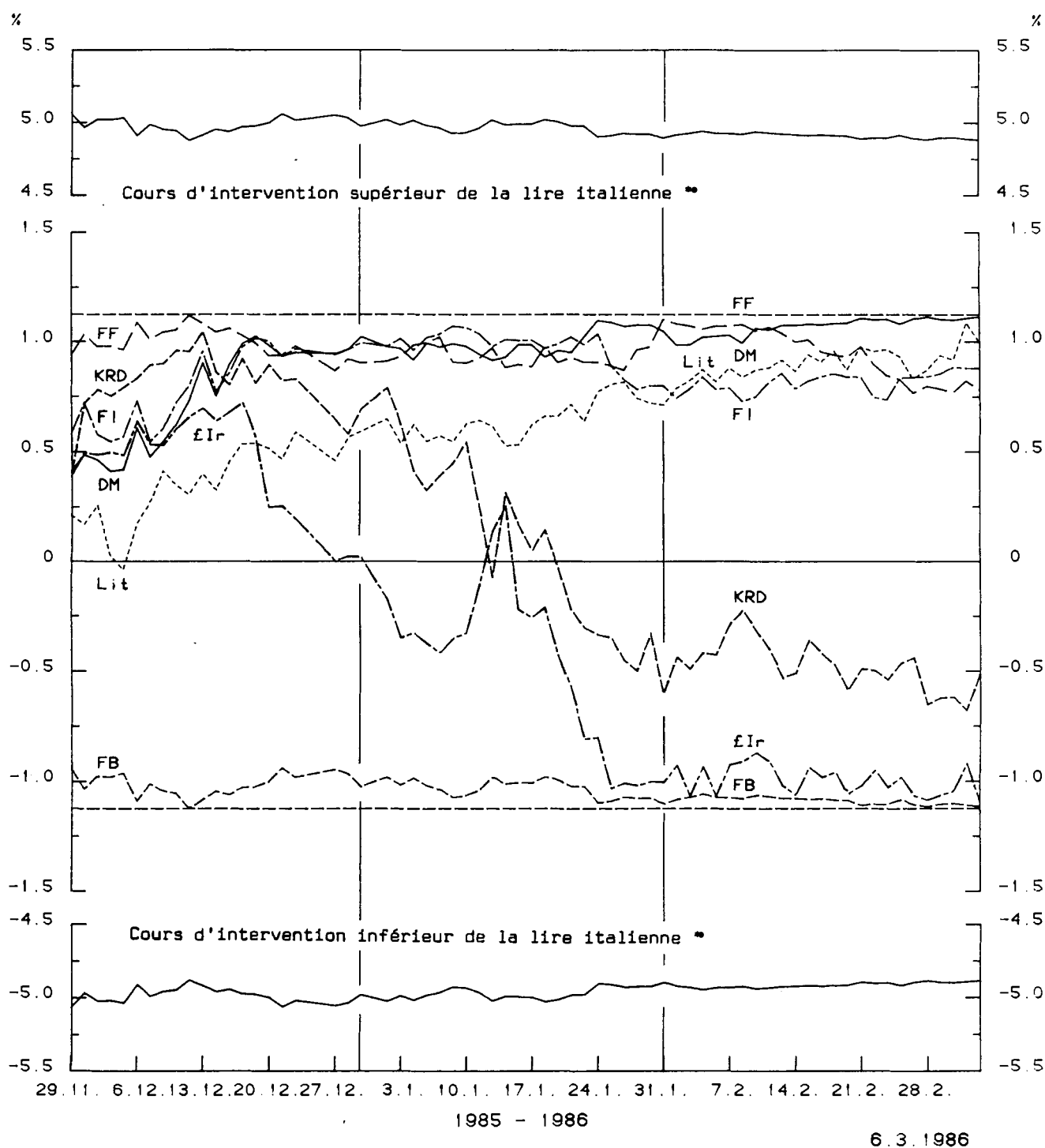
• Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVÉS LE
31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU •



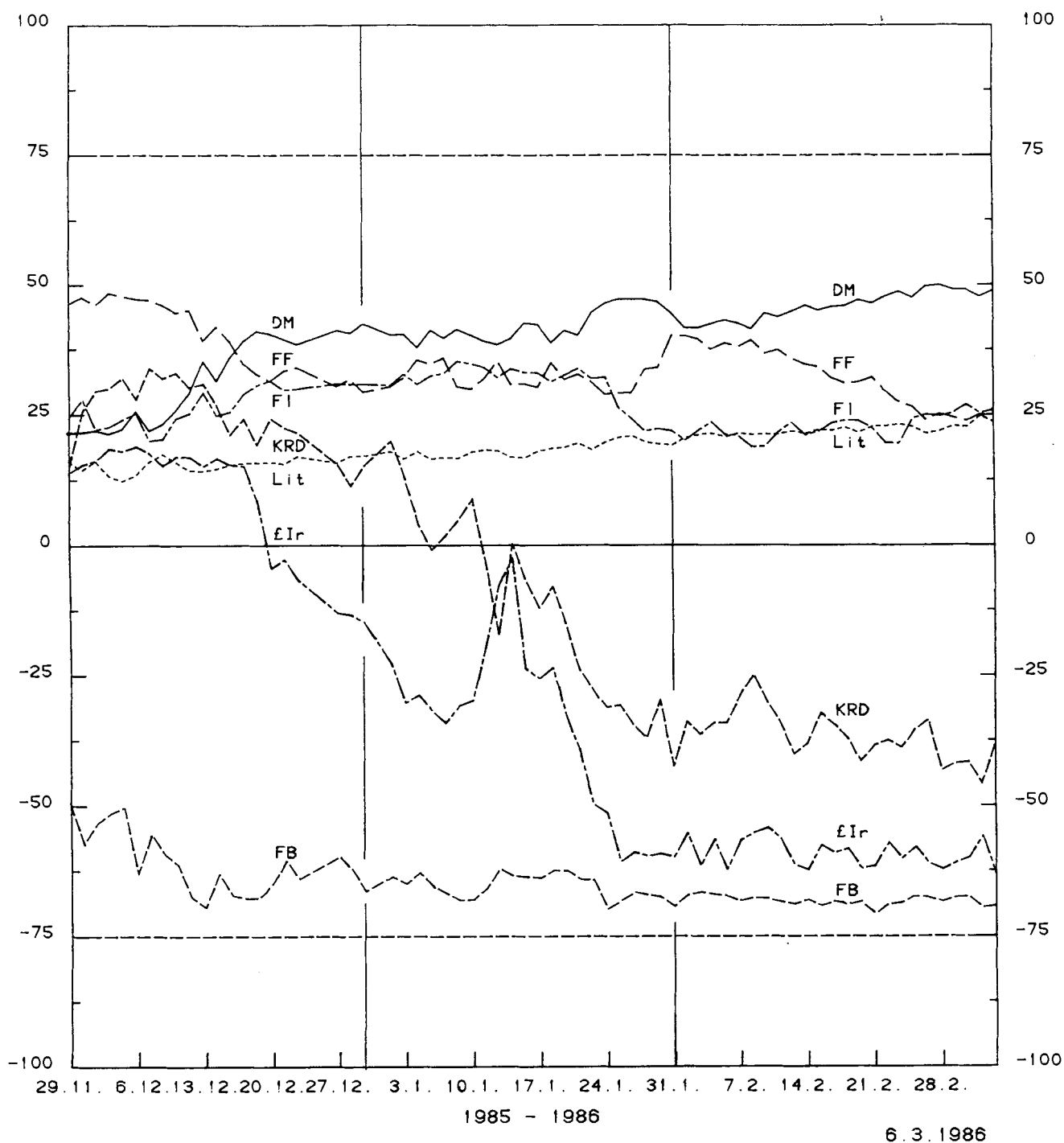
• ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière
des cours des deux monnaies à marge de 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



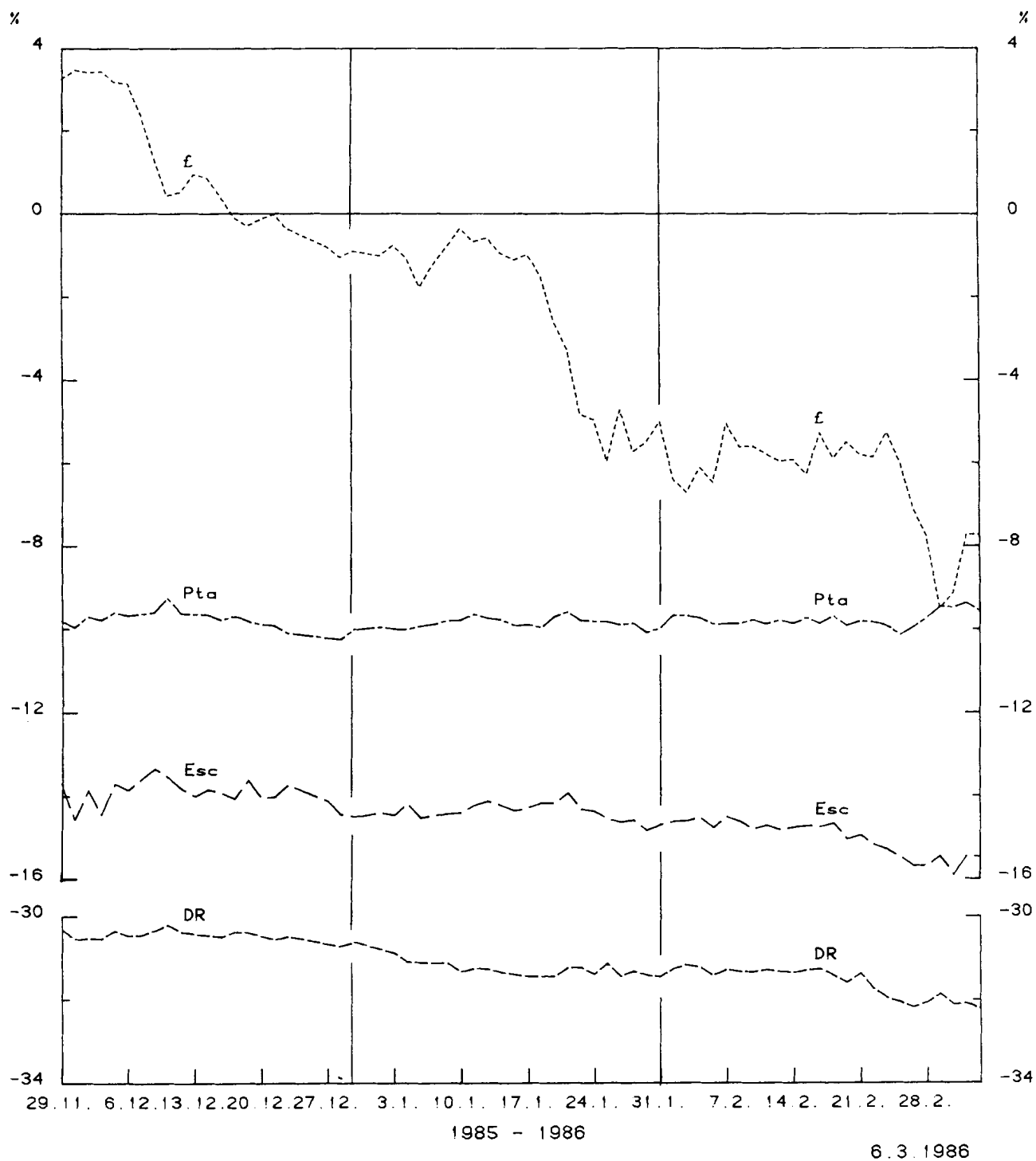
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



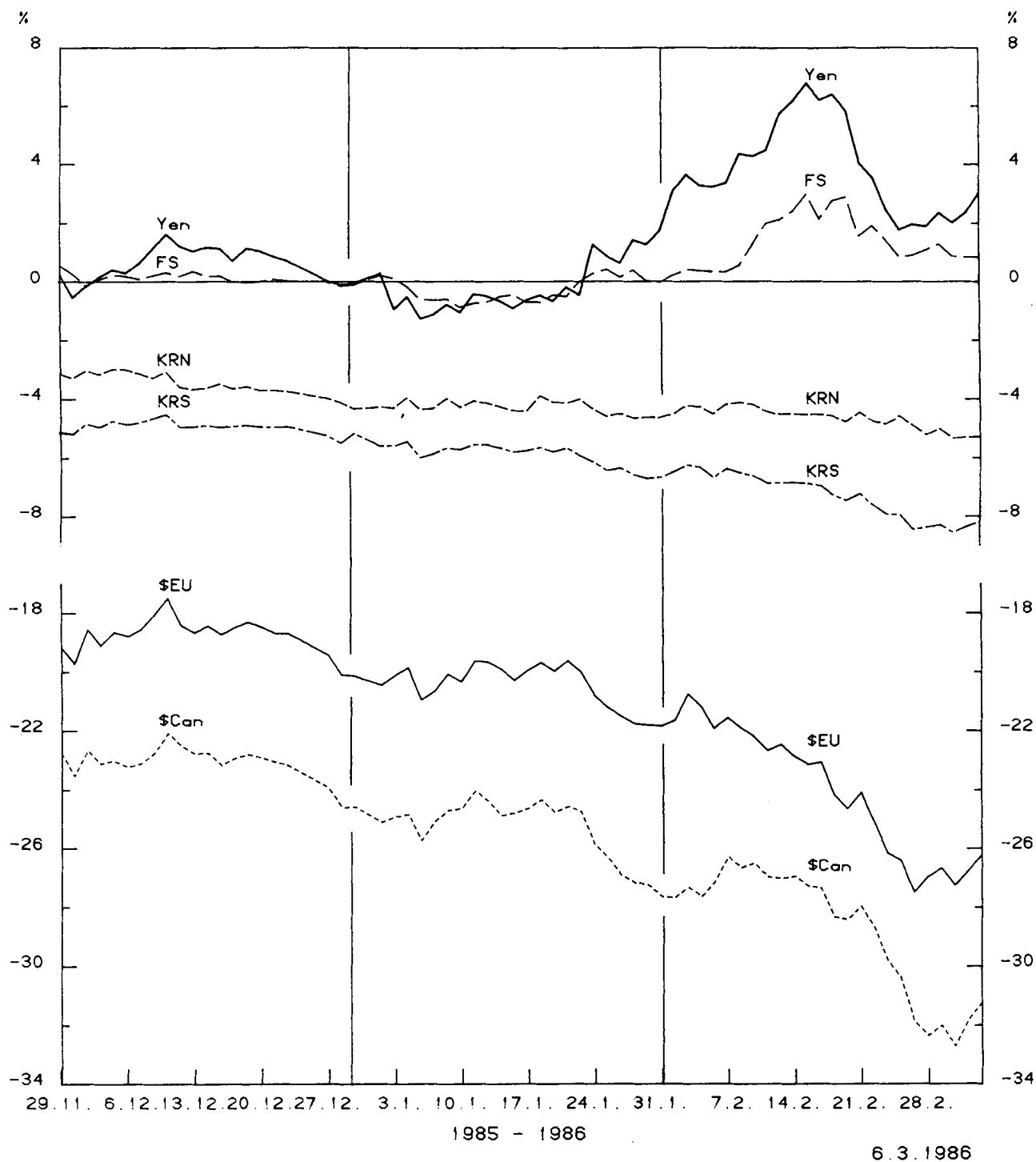
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS
LE 31 DECEMBRE 1984 •



• £ 0,609846; DR 91,0428; PTA 122,86; ESC 120,344.

EVOLUTION 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 31 DECEMBRE 1984 **



* \$EU 0,708946; \$Can 0,935808; FS 1,8383; Yen 178,052; KRS 6,36988;
KRN 6,44254.

THE ROLE OF THE ECU IN THE LONG-TERM PERSPECTIVE: SOME ISSUES FOR DISCUSSION

1 Do the Alternates agree that the central obstacle to EMU and the creation of a common currency is that member states are not yet ready to surrender national control over fiscal and monetary policy?

2 Do we agree that the Official ECU as currently defined does not lend itself to future use as a common currency but that the private ECU might have the potential to develop as a widely used international reserve asset?

3 Are there any intermediate steps, which might be taken before EMU is attained, which would enable either the official ECU or the private ECU to acquire substantively more of the attributes of a common currency or of a reserve asset? Can one foresee any practical advantages or disadvantages?

4 Are there any more modest steps which the Community might take in the shorter run to encourage (or discourage) the development of the private ECU market?

5 Do we all agree that longer experience of the effectiveness of the measures implemented last year is needed before further changes are made in the rules governing the use of the official ECU?

6 Do we all agree that the objective of any further steps to develop the official ECU should be to make it easier for those who wish to use their ECUs to do so in ways which do not have adverse monetary consequences for their partners, which do not permanently unbalance the composition of individual member states reserves and which avoid over complicated rules?

BANK OF ENGLAND