

PROCES-VERBAL  
DE LA 196<sup>e</sup> SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 14 MAI 1985 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Président de la Nederlandsche Bank et Président du Comité, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, Boot et Brockmeijer; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Adriaens; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke, Kloft et Häusler; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par M. Papademos; le Gouverneur de la Banque de France, M. Camdessus, accompagné par MM. Waitzenegger, Cappanera et Granet; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Directeur Général de la Banca d'Italia, M. Dini, accompagné par M. Saccomanni; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Mingasson et Vignon; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees; M. Guill, Directeur à l'Institut monétaire luxembourgeois. Assistant, en outre, MM. Dalgaard et Raymond, Présidents de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue au Président de la Commission, M. Delors; le Comité se félicite de la présence du responsable des Affaires monétaires et espère qu'une nouvelle tradition est ainsi engagée pour l'avenir. Le Président salue également la présence du nouveau Conseiller économique de la BRI, M. Bockelmann, et lui adresse les meilleurs vœux pour ses nouvelles fonctions.

---

\* Texte définitif approuvé lors de la séance du 9 juillet 1985 et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 195e 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 195e séance.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire:

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

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

M. Szász indique que les Suppléants n'ont pas de commentaires à présenter sur le rapport dont ils recommandent l'adoption par le Comité.

M. Godeaux présente un bref commentaire sur la portée et la signification des mesures qui ont été prises le 8 mai par la Banque Nationale de Belgique en matière de taux d'escompte. La sacralisation de ce dernier au cours des années avait rendu ses changements difficiles, notamment durant les périodes de tensions sur les marchés de change. Cette rigidité s'était manifestée en sens inverse puisque, notamment pour maintenir la meilleure image acquise par le franc belge depuis le début de 1984, la Banque Nationale avait décidé jusqu'à présent de ne pas rendre solennelles, et éventuellement irréversibles, les baisses de ses propres taux d'escompte et d'avances. Celle-ci a décidé que dorénavant son taux d'escompte serait relié, mais pas d'une manière mécanique, au taux principal du marché monétaire, à savoir le taux des certificats de trésorerie à 3 mois (taux que la Banque Nationale détermine d'ailleurs elle-même). Le taux d'escompte sera désormais revu toutes les semaines par le Conseil de Régence de la Banque et le Comité de direction de celle-ci a reçu pouvoir de faire varier, entre deux séances du Conseil, les taux à l'intérieur d'une fourchette prédéterminée mais pas annoncée.

L'application de ce nouveau mécanisme a conduit à abaisser de 11 à 9,75% le taux d'escompte, soit un niveau qui reste encore pénalisateur. Le marché semble avoir compris que ce nouveau mécanisme ne constitue pas un

changement de politique mais une manière plus souple et plus efficace de poursuivre la même politique.

M. Camdessus précise que, dans le même courant de "désacralisation" des taux officiels, la Banque de France vient de décider, valeur 14 mai, de modifier dorénavant son taux directeur à 1 mois par 1/8 de point et non plus par 1/4 de point. En outre, ce taux a été abaissé de 10 1/4 à 10 1/8%.

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

### III. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE sur la base:

- du Rapport No 26 établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond
- de la Série mensuelle de statistiques.

#### A. Exposé de M. Raymond

Le Rapport No 26 comporte en réalité deux parties. Dans les chapitres I et II, le groupe d'experts a examiné l'actualité économique et monétaire, comme il le fait chaque semestre. Dans le chapitre III, des précisions complémentaires sont apportées sur la question des taux d'intérêt réels pour laquelle les Gouverneurs ont demandé au groupe de poursuivre ses travaux.

#### 1. L'actualisation économique et monétaire

##### a) L'environnement économique

Depuis l'automne 1984, l'environnement économique a été favorable aux politiques monétaires mais il pourrait le devenir un peu moins. Les meilleurs résultats acquis l'ont été une fois encore dans le domaine de l'inflation, qui a continué de reculer, au moins jusqu'à la fin de 1984. Quelques progrès ont été accomplis en ce qui concerne la croissance et les comptes extérieurs qui se sont modérément améliorés. C'est là le résultat combiné des politiques d'ajustement, qui sont devenues convergentes dans la Communauté à partir de 1982, et de la croissance aux Etats-Unis. Ce dernier facteur précisément pourrait jouer un rôle moins favorable en 1985. Certains résultats macro-économiques enregistrés au cours des premiers mois de 1985 ont d'ailleurs été quelque peu décevants. La modération salariale ne s'est pas démentie et les efforts pour réduire les déficits

budgétaires ont traduit une volonté et une réussite inégales selon les pays membres.

b) Les taux de change

Les marchés de change ont été caractérisés par d'amples mouvements sur le dollar et une cohésion du SME plus grande que prévu. Ce dernier fait confirme le bien-fondé des affirmations du groupe d'experts qui, depuis deux ans, indique que la grille actuelle de parités est adéquate et digne d'être défendue. Toutefois, l'inflation accumulée depuis le réalignement de mars 1983 différant entre les pays membres, cette stabilité au sein du SME peut être menacée en cas de baisse très marquée du dollar. Jusqu'à un certain point, ces tensions devraient être maîtrisables par une combinaison d'interventions et de mesures monétaires différenciées. Le groupe a abordé brièvement les répercussions monétaires d'interventions en monnaies communautaires mais, en l'absence de mandat précis dans ce domaine, il s'est contenté de rappeler quelques principes sommaires d'analyse monétaire en distinguant, en particulier, les répercussions d'une part sur le marché monétaire et la liquidité bancaire et, d'autre part sur les agrégats monétaires.

c) Les résultats des politiques monétaires

Ces résultats vont plutôt dans le bon sens mais moins pour les agrégats que pour les contreparties. Quelques dépassements involontaires se sont produits pour les agrégats monétaires dans plusieurs pays membres; toutefois, ils ont été rendus acceptables par de meilleures conditions macro-économiques d'ensemble. L'évolution des contreparties a reflété un retour progressif des économies européennes vers une situation plus saine.

Les taux d'intérêt se sont détendus fin 1984, surtout en termes nominaux, et on semble être actuellement dans une période d'expectative.

Les perspectives pour 1985 restent dans la ligne antérieure: davantage de croissance serait certainement souhaitable maintenant au sein de la Communauté, surtout si l'on considère l'état du marché du travail; cependant, les marges de manoeuvre sont généralement faibles car il faut consolider soit les progrès accomplis dans les domaines des prix et des comptes extérieurs, soit l'effort de contraction des déficits budgétaires.

Une baisse du cours du dollar, surtout si elle est associée à une baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, pourrait avoir des effets bénéfiques, mais sans doute pas de façon uniforme selon les pays membres

puisque ceux-ci présentent des degrés de résistance inégaux à un mouvement important du dollar.

## 2. Les liaisons internationales entre taux d'intérêt

Ces liaisons reposent, semble-t-il, sur les trois facteurs ci-après.

### a) Meilleure convergence des conditions macro-économiques

Cette convergence a succédé au 2e choc pétrolier, grâce à la mise en place de certains types de politiques macro-économiques dans les pays européens et aux Etats-Unis; elle est apparue par étapes et même si elle est assez nette à l'heure actuelle, elle n'est pas totale de part et d'autre de l'Atlantique du fait en particulier d'une combinaison différente des politiques budgétaire et monétaire.

### b) Arbitrages entre les marchés

Ces arbitrages sont plus importants qu'autrefois en raison du démantèlement progressif mais encore incomplet des contrôles de change. Ces derniers, qui subsistent en particulier dans quelques pays européens, n'entravent que modérément les arbitrages puisqu'ils ne concernent que les opérations des résidents et dans le sens des sorties de capitaux. Les arbitrages tendent à aligner les taux d'intérêt nominaux corrigés des anticipations de change. Au sein du SME, celles-ci jouent peu de rôle, à court terme, tant que la grille de parités est considérée comme crédible par le marché, mais elles sont, sans doute, fortement influencées, pour les taux d'intérêt à long terme, par l'accumulation des différentiels d'inflation ou par la perception que les marchés ont des écarts entre taux de change réels. Pour les relations avec des monnaies hors du SME, la réalité est plus complexe.

### c) Politiques

La mise en oeuvre de politiques appropriées par les différents Etats au sein et en dehors de la CEE établit une liaison internationale entre taux d'intérêt réels. Cela est d'autant plus vrai qu'à l'heure actuelle les autorités monétaires, au moins dans les pays industriels, sont devenues très sensibles aux écarts d'inflation et tendent à rapprocher leur taux d'inflation de celui de la moyenne des autres pays.

En conclusion, le groupe est nuancé sur les liaisons internationales entre taux d'intérêt réels qui tendent à expliquer la relative similitude actuelle des taux d'intérêt réels dans les grands pays industriels; il estime que ces liaisons existent et se sont probablement renforcées ces dernier temps sans être toutefois absolues.

#### B. Discussion du Comité

M. Szász indique que les Suppléants n'ont guère à ajouter sur le fond au Rapport No 26 lui-même et aux commentaires de M. Raymond. Toutefois, étant donné l'importance que les Gouverneurs attachent à la convergence des politiques monétaires, les Suppléants vont examiner les possibilités de mieux exploiter, à l'avenir, au plan des Gouverneurs, les rapports des experts; quelques idées ont déjà été évoquées mais sans conclusions encore et les Suppléants reviendront sur cette question au cours des mois prochains.

M. Leigh-Pemberton marque son accord avec le ton général du rapport et les avertissements prodigués qui correspondent bien à la situation actuelle au Royaume-Uni. Les perspectives économiques sont bonnes mais l'inflation a repris quelque peu (taux annuel de plus de 6% au lieu de 5% fin 1984). La récente fermeté de la livre sterling et les réaffirmations de l'attachement des autorités à une politique anti-inflationniste devraient aider à réaliser, d'ici fin 1985, les prévisions officielles d'un taux d'inflation de 5%. Dans ce contexte, la modération salariale sera importante car les coûts unitaires ont tendance à augmenter. La vigilance s'impose également sur le front monétaire, car la progression des agrégats monétaires (M3), bien qu'en partie accidentelle, est très forte et la croissance des crédits est préoccupante. Cette situation explique que les autorités n'ont pas facilité une réduction trop rapide des taux d'intérêt qui sont élevés en termes nominaux et réels.

Compte tenu de l'ordre du jour chargé, M. Camdessus se limite à suggérer que le groupe d'experts approfondisse son travail sur les répercussions monétaires des interventions sur les marchés de change. Les Gouverneurs auraient probablement beaucoup à gagner à être plus au clair sur ce sujet et à y revenir à une séance ultérieure sur la base d'une étude des experts.

M. Gleske appuie la suggestion de M. Camdessus; il rappelle qu'il avait fait une remarque dans ce sens, au cours d'une séance précédente, qui a

amené le "groupe Raymond" à se pencher sur une question dont l'intérêt est évident pour la Deutsche Bundesbank, étant donné l'utilisation très large de sa monnaie dans les interventions. En fait, depuis deux ans, les interventions en deutsche marks n'ont pas entraîné de modification de la position des réserves de la Bundesbank parce que les banques centrales intervenantes ont placé les montants achetés dans le marché via la BRI. Il n'y a donc pas eu d'effets sur le marché monétaire allemand mais certainement des effets sur les agrégats monétaires. Il serait intéressant d'étudier les différents effets monétaires selon la manière dont les interventions sont couvertes et aussi les conséquences monétaires d'interventions intramarginales qui seraient financées par des Ecus.

Le Président suggère que le groupe d'experts traite la question des répercussions monétaires des interventions dans son prochain rapport semestriel.

M. Raymond indique que le groupe d'experts pourra effectivement reprendre cette question dans le Rapport No 27 et qu'il devrait traiter aussi un autre sujet particulier qui avait fait l'objet de remarques de la part des Gouverneurs, à savoir les liaisons sur les marchés nationaux entre les taux d'intérêt à court terme et à long terme.

M. Dini appuie la suggestion de M. Camdessus et du Président; il ajoute que, compte tenu du sujet à étudier, le "groupe Dalgaard" pourrait apporter, d'une manière ou d'une autre, sa contribution à cette étude, peut-être sous la forme de la participation d'un expert de ce groupe aux travaux du "groupe Raymond".

Le Président conclut:

- en indiquant qu'on peut compter sur la richesse des talents des banques centrales pour les futurs travaux,
- en constatant que les Gouverneurs marquent leur accord pour transmettre le Rapport No 26 au Comité monétaire, sous réserve des quelques retouches qui pourraient être proposées dans les jours prochains par les banques centrales.

#### IV. Questions restantes en liaison avec la modification de l'Accord du 13 mars 1979 entre les banques centrales de la CEE

Le Président indique que, contrairement à ce que l'on avait pensé

précédemment, les Gouverneurs ne sont pas en mesure de signer aujourd'hui les différents textes. Le retard est dû principalement au désir de la Banque de Grèce d'adhérer à l'Accord instituant le SME; il n'est pas très grave puisque les signatures devraient se faire dès le mois prochain, en juin, et puisque pour les Tiers détenteurs la procédure d'adoption du Règlement du Conseil prendra un certain temps.

M. Chalikias informe les Gouverneurs que la Banque de Grèce a décidé qu'à l'occasion des amendements apportés à l'Accord instituant le SME elle deviendrait partie à cet Accord tel qu'il sera modifié. Un acte d'adhésion devrait donc être signé en juin et, en outre, la Banque de Grèce a l'intention de participer au mécanisme de création d'Ecus dans les prochains mois. Les conditions économiques actuelles ne rendent pas possible une participation au mécanisme de change mais l'objectif ultime grec reste de devenir un membre à part entière du SME. La Banque de Grèce est consciente que son adhésion à l'Accord sur le SME implique l'acceptation du principe de la convergence aussi bien des politiques que des résultats économiques visés par celles-ci

Le Président se félicite de la décision de la Banque de Grèce; l'adhésion d'un nouveau membre à l'Accord sur le SME mérite d'être saluée. C'est aussi l'occasion de rappeler que l'objectif principal de l'Accord est de créer un système de coopération monétaire plus étroit aboutissant à une zone de stabilité en Europe. M. Chalikias vient de déclarer l'intention de la Banque de Grèce de se rallier à cet objectif avec la perspective de participer aussi au mécanisme de change le moment venu et avec les contraintes qu'une telle participation signifie pour la politique économique du pays. Au nom du Comité, le Président félicite M. Chalikias et souhaite dès à présent la bienvenue à un nouveau partenaire qui s'ajoutera à l'effort de recherche de convergence qui est la raison d'être du SME.

M. Camdessus se félicite personnellement de la décision de la Banque de Grèce et suggère que le délai supplémentaire soit mis à profit par le "groupe Dalgaard" pour réexaminer une des modalités prévues pour l'utilisation d'Ecus par des Tiers détenteurs, à savoir la disposition (voir article 2 de la Décision (No ../85) du Conseil d'administration du FECOM sur les Tiers détenteurs) qui stipule que les Tiers détenteurs ne peuvent utiliser leurs avoirs en Ecus que pour dénouer les opérations d'acquisition conclues avec une banque centrale de la CEE. Une telle limitation du statut

de Tiers détenteur n'est probablement pas nécessaire et n'est pas conforme à l'esprit de la décision prise par les Gouverneurs.

Le Président considère que la modification proposée par M. Camdessus devrait être examinée par le "groupe Dalgaard" mais que, comme M. Camdessus l'a souligné, cet examen ne devrait pas affecter le calendrier prévu et ne devrait pas, en particulier, remettre en cause la signature des textes, fixée pour la séance de juin.

M. Pöhl attire l'attention du Comité sur le texte, préparé par la Commission, du projet de Règlement du Conseil modifiant le Règlement (CEE) 3181/78 en ce qui concerne l'utilisation d'Ecus par des Tiers détenteurs. Dans sa version actuelle, ce projet comporte, à l'article 1, une dernière phrase qui est ni opportune, ni nécessaire, et qu'il vaudrait mieux supprimer. Cette phrase dit que "les termes et conditions ne pourront pas être plus favorables que ceux qui s'appliquent aux autorités monétaires des Etats membres". Or, d'une part, il convient de respecter les prérogatives du Conseil d'administration du FECOM qui est compétent pour fixer les termes et conditions, d'autre part, il est clair, comme les Gouverneurs l'ont déjà prévu dans leurs travaux, qu'aucune banque centrale de la CEE n'accordera à des Tiers détenteurs des conditions plus favorables que celles appliquées entre partenaires de la Communauté.

M. Szász précise que la Commission a consulté le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs sur son premier projet et que les Suppléants ont, lors de leur réunion du 13 mai, recommandé la suppression de la phrase mentionnée par M. Pöhl. M. Mingasson a indiqué que la Commission tiendra compte de cet avis.

Le Président considère que la question devrait donc être réglée; il remercie M. Pöhl d'avoir apporté son poids à la recommandation des Suppléants.

#### V. Echange de vues sur les perspectives à long terme du SME et de l'Ecu

Le Président rappelle que M. Szász a diffusé une note préliminaire aux Gouverneurs et aux Suppléants; ces derniers ont eu un premier échange de vues qui devrait être suivi d'autres discussions, à propos desquelles les Gouverneurs seront tenus informés.

M. Szász indique que les Suppléants ont procédé à une première discussion sur les perspectives à long terme de l'Ecu et du SME comme il était prévu dans le programme de travail du Comité, établi en janvier 1985. De cette discussion, trois points peuvent être retenus; ils pourraient servir à la poursuite des réflexions.

1. Il existe un large consensus pour que l'objectif à long terme de l'intégration monétaire reste, comme cela a été depuis l'adoption de la Résolution de mars 1971, la réalisation d'une union économique et monétaire. Cependant, étant donné que la route vers cet objectif est longue et tortueuse, les avis tendent à être divergents (ce qui n'est peut-être pas surprenant) quant au cheminement précis et aux premières initiatives à prendre. Certains voudraient que les options concernant l'Ecu et le Fonds européen soient laissées ouvertes aussi longtemps que possible, argumentant que la Résolution de décembre 1978 concernant le SME détermine avec assez de précision les objectifs. Ces Suppléants estiment que le développement de l'Ecu ne devrait pas être freiné, que l'Ecu peut et devrait être utilisé comme véhicule de progrès; ils voient une marge possible de nouveaux petits pas, dans le cadre institutionnel actuel, pour améliorer les conditions d'utilisation de l'Ecu.

D'autres Suppléants ont souhaité que l'on dessine avec plus de précision le chemin à suivre avant de s'engager dans cette voie. Ils estiment que les exigences institutionnelles pour l'intégration dans le domaine des banques centrales devraient être préparées et ils considèrent que les progrès devraient être recherchés d'abord dans une meilleure convergence et dans la réalisation de marchés des capitaux mieux intégrés et fonctionnant mieux. Ces Suppléants ne sont pas convaincus que la promotion de l'Ecu pourrait, en soi, contribuer à faire avancer l'intégration monétaire.

2. Il existe un intérêt général à examiner de plus près l'Ecu privé; il est convenu d'étudier les causes de son expansion remarquable: doit-on l'interpréter comme un succès du SME, une preuve de sa santé et de sa pérennité ou bien, au contraire, comme un symptôme de sa faiblesse, telle que la coexistence de monnaies faibles et de monnaies fortes et le maintien de restrictions freinant les investissements? Quel est alors le potentiel de développement futur de l'Ecu? Si l'Ecu privé continue de croître, quelles seraient les conséquences pour les banques centrales du SME? Y aurait-il un

rôle à réserver aux interventions officielles dans ce marché, même dans le cadre institutionnel actuel? Comment cette expansion de l'Ecu privé pourrait-elle encourager les progrès vers l'objectif de l'intégration monétaire?

3. Les Suppléants sont également convenus d'examiner les implications de l'éventuelle transformation de l'Ecu en un actif de réserve international. Dans ce contexte, il est admis qu'un rôle de réserve internationale n'empêcherait pas l'Ecu de se développer aussi en une monnaie commune dans la CEE. D'autre part, la question a été posée de savoir comment ce rôle international pourrait contribuer à l'intégration monétaire au sein de la Communauté.

Il faudra voir aussi quelles sont les conditions pour que l'Ecu puisse devenir un actif de réserve international et si, de cette manière, la Communauté pourrait devenir plus indépendante des fluctuations du dollar. Les incidences d'un rôle de réserve de l'Ecu sur le système monétaire international devraient également être examinées.

4. Les Suppléants ont l'intention d'étudier les différentes questions qui viennent d'être mentionnées et ils sont disposés, bien entendu, à prendre en considération toutes autres questions souhaitées par les Gouverneurs. Ils rendront compte périodiquement de leurs travaux en fonction des progrès accomplis.

Le Président rappelle que, comme il a été convenu à la réunion informelle de Palerme, un rapport intérimaire du Président du Comité devra être présenté à la session du Conseil ECOFIN de juin. Il est évident que les Gouverneurs ne vont pas, aujourd'hui, tirer des conclusions et formuler d'éventuelles recommandations à l'intention des Ministres. Il s'agit de compléter, le cas échéant, le premier inventaire de questions dressé par les Suppléants, de mettre en place une procédure de travail et de revenir plus tard dans l'année sur ces questions en vue de préciser alors les positions et de formuler, si possible, une position commune.

M. Pöhl souligne qu'à ce stade préliminaire les Gouverneurs doivent essayer de dessiner le champ des réflexions et de définir les questions que les Suppléants vont aborder en premier. La note de M. Szász est très bonne et abandonne sagement l'idée que les petits pas permettront d'améliorer le SME. En fait, si celui-ci a été géré avec succès jusqu'à

présent, c'est beaucoup plus dû à l'excellente coopération entre les banques centrales qu'aux règles existantes. Pour des raisons certainement d'ordre politique, le moment est venu d'engager une réflexion stratégique: où allons-nous à longue échéance? A cet égard, il convient de se détacher des conclusions de Brême - texte qui est un peu le produit d'une rencontre fortuite d'idées - et de revenir au Rapport Werner qui représente un travail beaucoup plus approfondi sur l'union économique et monétaire, et dont plusieurs éléments restent parfaitement valables aujourd'hui.

Dans ce cadre, la réalisation d'une convergence maximale des politiques et des résultats économiques est la base d'une union monétaire et, en tout cas, d'une politique monétaire commune. Pour celle-ci, plusieurs questions se posent: il faudrait s'entendre sur la manière dont les liquidités peuvent être gérées non seulement au plan national mais aussi d'une façon coordonnée à un plan supérieur; il faudrait savoir également si le rôle des banques centrales dans le financement d'éventuels déficits budgétaires ne devrait pas être coordonné à l'intérieur de la Communauté (mêmes règles, mêmes principes?). De même, le comportement à l'égard des monnaies tierces pourrait être harmonisé, coordonné, mais alors, sous quelle forme, avec quelles ressources? Enfin, la réalisation des idées de Brême soulève tout le problème institutionnel qui ne semble pas pouvoir se régler sans un amendement du Traité de Rome.

D'autres questions importantes concernent l'Ecu. Peut-il jouer le rôle (et comment) d'une monnaie de réserve internationale en compétition avec des monnaies de réserve existantes, notamment le dollar et le DTS? Peut-on imaginer que les Etats membres et les institutions communautaires s'endettent de plus en plus en Ecus vis-à-vis du reste du monde, ou bien si la CEE, dans son ensemble, devait avoir des excédents de balance courante et exporter des capitaux, des réserves en Ecus se constitueraient-elles et qui alors les détiendraient: les Etats-Unis, le Japon, les pays débiteurs d'Amérique latine? Quel serait alors l'avantage pour les pays de la CEE et en définitive qui devrait endosser la responsabilité de la préservation de la valeur de telles réserves?

M. Pöhl ajoute que, lorsque le Président parlera aux Ministres en juin, il serait bon d'évoquer la complexité de toutes ces questions et de mettre en garde contre des illusions, par exemple celle de penser qu'en

encourageant l'utilisation privée de l'Ecu on améliorerait le fonctionnement du SME; il serait peut-être aussi approprié de rappeler que les engagements déjà acceptés et inclus dans le Traité de Rome, tels que la poursuite de la libération des mouvements de capitaux, devraient être respectés.

M. Hoffmeyer marque son accord avec la ligne de la note de M. Szász. Il fait remarquer que l'on fait souvent valoir, dans les milieux politiques, que les Gouverneurs pourraient inventer des dispositifs techniques permettant de faire des progrès sans coût. En fait, le fonctionnement technique du SME doit être considéré comme un succès et la coordination des politiques monétaires a été efficace et utile. En revanche, il reste beaucoup à faire dans la coordination et la convergence des politiques budgétaires. En tout état de cause, pour l'avenir, il faut donner la primeur au SME en tant que tel, plus qu'à un de ses instruments, c'est-à-dire l'Ecu.

M. Camdessus indique tout d'abord qu'avec son tour un peu provoquant la note de M. Szász a le mérite de situer immédiatement le débat. Les Gouverneurs doivent clarifier les objectifs et leur échelonnement dans le temps; ils doivent, en particulier, expliquer aux Ministres que l'union économique et monétaire reste un objectif infiniment respectable mais beaucoup moins proche et pressant que l'achèvement du SME pour lequel les engagements sont directs et clairs. Il est difficile d'ailleurs d'imaginer comment l'union monétaire pourrait précéder le plein achèvement de l'union économique.

L'Ecu peut certainement jouer un rôle stabilisateur dans les relations monétaires internationales mais il y a lieu d'étudier si la constitution d'apports définitifs de réserves et la création du Fonds monétaire européen doivent constituer ou non des conditions préalables. Il faut noter que pour le Fonds monétaire européen et pour l'utilisation pleine et entière de l'Ecu en tant qu'avoir de réserve et instrument de règlement, les engagements existent dans les textes de Brême et de Bruxelles qui, jusqu'à nouvel ordre, doivent être respectés. Certes, d'aucuns ont fait remarquer que les résultats heureux du SME, notamment en termes de convergence des économies européennes et de la stabilité des taux de change, ont peu, ou peut-être rien à voir avec l'Ecu et que, par conséquent, celui-ci pourrait être laissé de côté. A cette attitude, on peut répondre qu'il est tout aussi dangereux et illusoire de penser qu'on peut arrêter la progression, là où elle est, que de penser

que l'union monétaire est pour demain. Les efforts et les travaux de construction de l'Ecu ne doivent pas s'arrêter pour deux raisons. L'une tient aux textes déjà mentionnés qui prévoient que l'Ecu est le pilier du système, l'autre tient à l'équilibre politique du SME. Celui-ci est en fait le "serpent" plus l'Ecu et, dans certains pays, il n'a été accepté que parce que l'Ecu était la pièce essentielle de la construction monétaire européenne. Par exemple, en France, le soutien à un SME limité au "serpent" serait très médiocre quel que soit le gouvernement en place. Les Gouverneurs ont la mission de faire l'Ecu et peuvent encore faire des petits pas; il serait en effet tout aussi dangereux d'aller trop vite vers le long terme que de rester dans le "stand still" actuel. Il faut certes éclairer le long terme mais il faut être très précis dans la définition du moyen terme, car il y a énormément à faire encore avant d'atteindre le stade institutionnel. La libération des mouvements de capitaux et la mise en place d'un grand marché financier européen sont certainement utiles et même nécessaires à la réalisation de progrès, mais il ne faut pas en faire des préalables, les progrès devant être parallèles. Les autorités françaises seront aussi positives que possible à l'égard de ces deux domaines d'action. A fortiori, elles ne considèrent pas comme des préalables formels à d'autres progrès vers l'achèvement du SME, l'adhésion de la livre au mécanisme de change ou la décision italienne de renoncer à des marges élargies.

En ce qui concerne le développement de l'utilisation de l'Ecu, les Gouverneurs devraient supprimer progressivement les limitations qu'ils ont apportées à la Résolution du Conseil européen de 1978. Ces limitations s'expliquaient par une prudence compréhensible, et peut-être utile, au démarrage du SME, mais il faudrait maintenant indiquer aux Ministres par quel cheminement les Gouverneurs entendent supprimer ces limitations appliquées à l'Ecu, notamment la limite d'acceptation de 50% et l'utilisation réservée aux seuls règlements liés à des interventions obligatoires aux limites. De même, devraient être étudiés le concept de convertibilité de l'Ecu auprès du FECOM et des banques centrales, ainsi que la réduction éventuelle de la marge de 2,25%. Il convient également d'examiner le rôle externe de l'Ecu dans la protection des rapports de change entre monnaies de la Communauté et d'étudier concrètement comment l'Ecu pourrait jouer un rôle dans une approche tripolaire du Système monétaire international. Enfin, le développement de l'Ecu privé, qui s'explique en grande partie par la variabilité des cours du dollar, devrait également faire l'objet d'études de la part des banques centrales.

En bref, il serait souhaitable que le Président indique clairement aux Ministres les engagements et objectifs en distinguant les travaux possibles dans le cadre institutionnel actuel, l'achèvement du SME et la réalisation de l'Union monétaire. Le rapport du Président devrait comporter également une liste des tâches envisagées pour les prochains mois.

M. Godeaux considère que, dans ce débat crucial, les Gouverneurs doivent à la fois protéger leur compétence propre, notamment vis-à-vis du péril "institutionnaliste", et éviter de créer des attentes qui seraient déçues. Dans cet esprit, il convient d'éviter de laisser s'accréditer la thèse que si l'on ne réalise pas quelques petits pas on recule, tout en tenant compte qu'un immobilisme risque d'entraîner des phénomènes de démotivation. Il faut donc trouver des lignes d'action et réaffirmer avec vigueur que l'objectif à long terme reste l'union économique et monétaire. Les moyens de réaliser celle-ci sont bien connus et ont déjà été cités, à savoir une convergence accrue des politiques nationales, et des progrès dans la voie de la création d'un grand marché financier à l'intérieur duquel les mouvements de capitaux seraient libres. Il convient cependant de ne pas se poser les uns aux autres des préalables dont la somme finirait pas institutionnaliser l'immobilisme.

Dans le domaine de l'Ecu officiel, il est à espérer que le petit "paquet", qui n'a pu être élargi comme certains le souhaitaient, pourra être complété à l'avenir en revenant sur les mesures qui avaient été proposées. En ce qui concerne la réflexion sur l'Ecu officiel et celle sur l'Ecu privé, il n'est ni possible, ni souhaitable de les séparer. Les conséquences prévisibles du développement de l'Ecu privé doivent être analysées mais on ne devrait pas faire obstacle à ce développement et, au contraire, en accepter peut-être quelques inconvénients à court terme (par exemple sorties de capitaux) pour préserver sa richesse symbolique et marquer la confiance faite dans le mécanisme des marchés. Les autorités belges et luxembourgeoises ont précisément pris une telle attitude à l'égard de l'Ecu privé, ce qui explique l'activité des résidents de l'Union économique belgo-luxembourgeoise dans le marché des actifs en Ecus.

En conclusion, M. Godeaux se déclare prêt à participer à une étude minutieuse des difficiles problèmes que contiennent les questions évoquées et il considère utile de souligner, pour les Ministres, la complexité de ces questions et la nécessité d'en laisser le soin à ceux que leur compétence technique et juridique désignent pour opérer des progrès.

M. Chalikias se limite à quelques réactions préliminaires suscitées notamment par la note intéressante de M. Szász sur des questions dont il faut souligner la complexité. Le développement du SME et de l'Ecu ne peut guère être que graduel et suppose que des conditions préalables soient assurées, telles que la convergence des politiques et des résultats économiques. L'intégration financière est également une condition mais l'état d'avancement dans ce domaine est très différent selon les pays de la CEE. D'autre part, la croissance dans la Communauté est faible, trop faible, et les réadaptations des activités économiques sont encore insuffisantes surtout dans certains pays. Il est important de préparer les conditions permettant d'avancer vers l'objectif final de l'union économique et monétaire, qui est accepté par tous.

M. Leigh-Pemberton pense que certains visionnaires de l'Europe veulent obtenir, par des dispositions institutionnelles dans le domaine de la banque centrale, une intégration qui se réaliserait plus rapidement que ce que l'on pourrait espérer dans le domaine politique. Si une telle institution monétaire commune voyait le jour, les banques centrales n'auraient pas, nécessairement, la voix dominante, et elle risquerait de devenir à la fois un monstre sans grande responsabilité et une sorte de cheval de Troie s'attaquant au bastion de la souveraineté politique. Or l'intégration doit être menée parallèlement dans les domaines politique, économique et monétaire.

Il serait souhaitable d'indiquer aux Ministres que des choix à long terme sont à faire et qu'ils ont des incidences débordant le cadre des banques centrales. Il serait bon aussi de faire comprendre que le FECOM devrait évoluer vers des fonctions de banque centrale et pas vers un mini FMI, même si cela devait amener à revoir quelque peu les conceptions retenues à Brême et à Bruxelles. Dans cet esprit, on pourrait concevoir que le FECOM devienne une sorte de banquier de la Communauté: par exemple, les opérations budgétaires de la Commission libellées en Ecus pourraient être facilitées par des transferts entre les banques centrales et des comptes que la Commission ouvrirait auprès du FECOM.

L'extension de l'acceptation de l'Ecu ne sera pas dictée mais dépendra très largement de l'attitude des marchés privés. Par conséquent, si l'on veut encourager un développement de l'Ecu vers une monnaie commune ou une monnaie de réserve, il faut donner plus d'attrait à l'Ecu sur le marché privé.

M. Ó Cofaigh considère que, quelle que soit l'approche, visionnaire ou simplement réaliste, l'importance de l'Ecu est patente et le rôle qu'on peut lui attribuer conditionne certains progrès. En revanche, il ne faut pas se laisser obnubiler par l'Ecu comme moyen de faire avancer le SME. D'autres mesures ou progrès, dont le but politique est manifeste, sont souhaitables à moyen ou même à court terme. Il s'agit notamment de l'adhésion de tous les membres de la CEE à tous les éléments du SME. D'autre part, si la coordination des politiques monétaires est indispensable et se fait bien entre Gouverneurs, elle ne peut être isolée dans la convergence plus large qui est nécessaire. Il convient donc d'indiquer aux Ministres qu'il leur appartient d'agir dans les domaines économique et budgétaire.

M. Dini partage également l'avis que l'objectif de l'unification monétaire en Europe reste valable tout en reconnaissant que sa réalisation nécessitera certaines décisions dépassant la compétence des banques centrales et une ferme volonté de coopération. L'unification monétaire ne peut être assurée sans une plus grande convergence des politiques et des résultats dans les pays du SME, y compris l'abolition des contrôles de change. Si l'union monétaire ne peut pas être obtenue par le seul développement de l'Ecu, celui-ci peut jouer un rôle à la fois pour renforcer le mécanisme de change et pour réduire la dépendance de l'Europe vis-à-vis du dollar.

L'Ecu joue déjà un rôle important en apportant de la souplesse au mécanisme de change et en permettant à ce dernier de résister à des pressions. Les mesures qui vont bientôt être formellement adoptées représentent des progrès dans un domaine où de nouveaux progrès peuvent et doivent être trouvés en élargissant l'utilisation de l'Ecu tant pour les membres du SME que pour les Tiers détenteurs. Le danger qu'un tel développement de l'Ecu en un avoir de réserve international conduise à un relâchement de la discipline semble peu fondé. En effet, au sein de la Communauté, le SME a eu tendance, au contraire, à renforcer la discipline; en outre, l'expérience a montré que la possibilité de mener des politiques divergentes est plutôt mince, même dans les pays à monnaie de réserve.

Le développement des marchés privés pour des titres libellés en Ecus ainsi qu'une plus large utilisation de l'Ecu pour la facturation des échanges pourrait contribuer à réduire la dépendance de l'Europe à l'égard du dollar. Le succès spontané de l'Ecu montre que celui-ci répond à de réels besoins des opérateurs privés; un élargissement de ce marché pourrait

ouvrir la voie, ultérieurement, à l'utilisation directe de l'Ecu pour des interventions sur les marchés de change et cela pourrait se faire dans le cadre institutionnel actuel.

Le passage à une phase institutionnelle du SME requiert des conditions qui ne sont pas encore réunies; néanmoins, les possibilités d'amélioration non institutionnelles devraient être explorées, par exemple l'élargissement des fonctions confiées au FECOM. M. Leigh-Pemberton a déjà avancé des suggestions dans ce domaine; on pourrait aussi attribuer au FECOM l'autorité et les moyens de surveiller et de réguler la création d'actifs et de dépôts libellés en Ecus et de coordonner les interventions en Ecus sur les marchés de change. Les problèmes juridiques et politiques que ces idées impliquent ne devraient pas empêcher les Gouverneurs de rechercher un consensus entre eux et avec les autres organes concernés de la Communauté.

M. Delors indique que, participant pour la première fois aux débats du Comité, il désire préciser dans quel esprit la nouvelle Commission et lui-même entendent travailler dans le domaine monétaire. Après avoir tiré les enseignements de ce qui s'est passé durant les derniers mois de 1984, la Commission a laissé au Comité des Gouverneurs le soin de réfléchir aux moyens de renforcer les mécanismes du SME et de faire des propositions; dans le respect des institutions et du droit, elle entend se situer à la frontière entre le champ strictement monétaire et le champ extérieur, et essayer d'assurer une liaison et une information entre les deux.

M. Delors évoque six grandes questions qui devraient recueillir l'attention des Gouverneurs dans leurs travaux.

1. La première concerne la poursuite de la convergence des économies. Depuis de nombreuses années, avant même le Rapport Werner, il y a eu une opposition nette entre deux courants qu'on a appelé, de façon mal appropriée, les "économistes" et les "monétaristes", les premiers arguant qu'une certaine unité monétaire ne pouvait résulter que de la pleine et entière convergence des économies, les seconds estimant que cette convergence serait aidée par des progrès dans la cohésion monétaire. Cette distinction subsiste quand on parle des mérites du SME et, à la limite, certains tendent à dire que le système a favorisé la convergence des pays faibles mais a gêné les pays forts. Cette question demeure donc posée et doit être posée si l'on veut se prononcer sur la validité d'un préalable entièrement économique et sur l'apport de six ans de fonctionnement du SME.

2. La deuxième question a trait au grand marché. Dans les domaines touchant à la monnaie, la Commission ne prendra des initiatives qu'en étroite concertation avec le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire, mais pour le grand marché elle va proposer, fin juin à Milan, sa réalisation par étapes d'ici 1992. Une telle initiative soulève des problèmes institutionnels, compte tenu notamment des articles 100 et 101 du Traité; elle soulève aussi la question de la contribution que le SME et l'Ecu peuvent apporter à la réalisation d'un grand marché, incluant les biens, les services et les capitaux, contribution qui pourrait avoir des aspects techniques et également politiques et psychologiques.

3. La troisième question est constituée par le saut institutionnel; même si elle pourrait ne pas se poser dans un avenir proche (par exemple à Milan), certaines précautions sont à prendre. Il convient en effet d'éviter que la question monétaire soit traitée de façon incorrecte et que certains s'imaginent que, par la monnaie, on peut contourner des obstacles qui sont de nature politique ou qui tiennent à des différences fondamentales entre les abandons de souveraineté que les pays sont prêts à concéder à une union européenne. La Commission et les Gouverneurs seraient donc avisés de retenir cette question dans leurs réflexions.

4. La quatrième question touche au "pourquoi" de l'action ou du combat entrepris. Il faut rappeler aux Ministres, et peut-être plus tard aux Chefs de gouvernement, les objectifs que ces derniers ont fixés dans la Résolution du 5 décembre 1978 et il faut surtout affronter franchement des questions telles que: qu'a-t-on fait par rapport à ces objectifs? pourquoi n'est-on pas allé plus loin? pourra-t-on aller plus loin ou alors faut-il changer les objectifs?

5. L'évolution de l'Ecu privé suscite des controverses importantes et semble indiquer qu'il y a plus de liens entre Ecu officiel et Ecu privé qu'on ne le pensait. Si celui-ci continue à se développer, il pourrait être détenu par des banques centrales, servir d'instrument de règlement et donc déboucher sur le terrain de l'Ecu officiel. En tout cas, il serait utile d'avoir un avis des Gouverneurs et des experts sur ce développement de l'Ecu privé; est-ce une flambée liée à la faiblesse de certaines monnaies et à l'instabilité du dollar ou un phénomène plus durable?

6. Les pays de la CEE et les Gouverneurs sont-ils en faveur d'un système monétaire à multiples monnaies de réserve dans lequel l'Ecu pourrait jouer un rôle? S'il est clair qu'on ne décrète pas le statut d'une monnaie de réserve, on peut le favoriser ou le freiner en agissant sur les attributs d'une monnaie de réserve, notamment la sécurité relative de l'investissement, la diversité des instruments, la dimension et la liquidité du marché. Dans cette question, il y a une part d'objectivité et une part de volontarisme.

M. Delors termine en soulignant que l'Ecu fait partie maintenant du rêve européen. On peut détruire les rêves et on devrait le faire s'ils sont vraiment dangereux. Mais aujourd'hui, avec le peu de volonté politique qui se manifeste pour accroître la coopération entre les pays européens, il faut mettre à profit tout ce qui peut renforcer cette coopération; or l'Ecu peut jouer un rôle dans cette direction.

Le Président s'abstient de présenter la position de la Nederlansche Bank, étant donné que celle-ci figure pour l'essentiel dans la note de M. Szász. Il ajoute qu'il présentera, sous sa responsabilité, un rapport oral aux Ministres, pour lequel il se servira des questions évoquées dans la note de M. Szász et des contributions très utiles que les Gouverneurs viennent d'apporter. Le rapport ne devra pas cacher que les questions concernant les perspectives à long terme du SME n'ont fait l'objet que d'une première discussion, qu'elles sont très complexes et que, sur certains aspects, les Gouverneurs n'ont pas des vues entièrement convergentes.

Le Président clôt la discussion en précisant que le Comité reviendra ultérieurement sur ces questions, les Suppléants ayant besoin d'un certain temps pour mener leurs travaux.

#### VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

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

#### VII. Date et lieu de la prochaine séance

En raison de l'Assemblée générale de la BRI, la prochaine séance du Comité aura lieu le lundi 10 juin 1985 à 10 heures et non pas, comme

d'habitude, le mardi; cette séance sera courte et devrait être consacrée essentiellement à l'adoption du Rapport "concertation" ainsi qu'à l'adoption formelle et à la signature des textes concernant le renforcement du SME et l'adhésion de la Banque de Grèce à l'Accord sur le SME.

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

---

AVRIL 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 le mois d'avril et les premiers jours de mai 1985.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Dans un environnement marqué par l'annonce d'un mouvement général de baisse des taux d'intérêt, les marchés des changes ont enregistré les principaux développements suivants:

- de fortes variations du dollar dont le niveau est resté toutefois le même au début et à la fin du mois; ces variations ont été comparativement plus accentuées vis-à-vis des monnaies européennes que par rapport au yen et au dollar canadien;
- le maintien de la cohésion du Système monétaire européen en dépit de la volatilité du dollar.

Le dollar EU a fluctué à l'intérieur d'une bande de 6 à 7% par rapport aux monnaies européennes et de moins de 3% vis-à-vis du yen et du dollar canadien. Au total, cependant, il a peu varié sur l'ensemble du mois d'avril. Il s'est affaibli jusqu'au milieu du mois, par suite de l'apparition de signes de ralentissement de la croissance économique aux Etats-Unis, d'une

---

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

détente des taux d'intérêt et, à certains moments, de difficultés au sein d'institutions financières américaines. Les taux d'intérêt se sont cependant raffermis vers la fin du mois, en liaison avec les anticipations du marché d'une légère amélioration de la croissance de l'économie américaine au deuxième trimestre. Une forte demande de dollars à des fins commerciales et d'investissement s'étant développée à des cours de change plus bas, les opérateurs et certains gestionnaires de portefeuilles ont apparemment couvert des positions courtes en dollars établies antérieurement, provoquant ainsi, à plusieurs reprises, de fortes hausses du dollar et accréditant l'idée que la baisse rapide du dollar en mars s'était arrêtée, au moins temporairement.

Les amples variations du dollar n'ont pas compromis la cohésion des monnaies du SME qui, dans l'ensemble, ont conservé leurs positions respectives. La livre irlandaise a succédé toutefois à la couronne danoise à la première place de la bande étroite de fluctuation, dont la largeur est demeurée le plus souvent inférieure à 2%.

Le deutsche mark a d'abord continué à se raffermir par rapport au dollar EU en avril. Cette évolution a culminé le 19 avril, lorsque le cours du dollar a atteint DM 2,9795, soit le niveau le plus faible depuis la fin de novembre 1984. Par la suite, le deutsche mark s'est affaibli par rapport à la monnaie américaine, tout en fluctuant fortement; au cours de cette période, le dollar est parfois remonté juste au-dessous de DM 3,16. Une comparaison des niveaux de fin de mois montre toutefois que le taux dollar/DM est demeuré inchangé, à quelque DM 3,09. La plupart des monnaies du SME ont suivi des évolutions parallèles, même lorsque le deutsche mark a fortement fluctué par rapport au dollar. Ce n'est que vers la fin du mois qu'un léger raffermissement du deutsche mark au sein du SME s'est produit, à la suite de l'annonce de chiffres favorables pour le commerce et les paiements courants de l'Allemagne en mars.

Le franc français s'est maintenu aisément au centre de la bande communautaire à marges étroites. Cette bonne tenue a été le résultat d'un excédent régulier des opérations de la clientèle résidente et d'achats nets de francs par les non-résidents. Dans ces circonstances, la Banque de France a réduit d'un quart de point son taux d'intervention sur le marché monétaire. Les taux de l'eurofranc ont accompagné cette détente.

Après le mouvement de baisse enregistré au cours du mois précédent, la lire italienne a fluctué dans des limites étroites et a maintenu sa position

au sein de la bande. La Banca d'Italia a continué d'intervenir, à un degré moindre toutefois qu'en mars, en vue de lisser les fluctuations journalières.

La position du franc belge n'a pratiquement pas changé, en dépit des baisses successives des taux des certificats du Trésor à court terme.

Dans l'ensemble, le florin néerlandais a perdu un peu de terrain par rapport à la plupart des monnaies du SME, inversant ainsi la légère amélioration qui s'était produite en mars.

La couronne danoise est revenue du sommet vers le milieu de la bande étroite, par suite de la baisse des taux d'intérêt.

La livre irlandaise s'est redressée au sein du SME au cours du mois, se hissant au sommet de la bande. Ce mouvement a traduit l'amélioration de la situation fondamentale de la balance commerciale ainsi que des entrées de capitaux de la part de non-résidents. La Central Bank of Ireland a abaissé le taux de ses avances à court terme de 14 à 13 1/2% le 12 avril, puis à 12 3/4% le 19 avril.

La livre sterling s'est montrée généralement ferme en avril et a été la principale bénéficiaire des mouvements de désengagement vis-à-vis du dollar, lorsque celui-ci a momentanément fléchi au milieu du mois. Les nouvelles réductions des taux de base des "clearing banks", à 12,5%-12 3/4%, ont été absorbées sans difficulté, une nouvelle légère baisse des taux britanniques étant apparue comme probable. Malgré une brève réapparition vers la fin du mois des préoccupations au sujet de l'évolution du prix du pétrole, la livre s'est raffermie, dans l'ensemble, en fin de mois par rapport aux monnaies européennes et son indice pondéré s'est établi à 78,1, en hausse de 1,125%.

La drachme grecque s'est dépréciée de 2,3% par rapport au dollar EU et de 1,9% vis-à-vis de l'Ecu; son cours de change effectif a reculé de 0,18%.

Au début du mois, le franc suisse est demeuré assez stable par rapport aux monnaies européennes. L'augmentation de la demande à l'approche de la fin du mois a entraîné un léger mouvement de hausse.

En l'absence d'une modification fondamentale des perspectives économiques générales en Suède, la couronne suédoise a continué d'afficher les dispositions médiocres des mois précédents, imputables à l'affaiblissement de la balance des paiements courants. Son indice a progressé de 133,2 à 133,7. Au cours du mois, la Sveriges Riksbank est intervenu fréquemment sur le marché en vendant des dollars pour stabiliser l'indice.

La couronne norvégienne est demeurée stable en termes effectifs. Le versement des taxes pétrolières a provoqué un excédent sur le marché des changes que les interventions de la banque centrale ont permis d'absorber.

En dépit de quelques fluctuations notables liées à l'étroitesse des marchés, le dollar canadien n'a guère varié par rapport au dollar des Etats-Unis sur l'ensemble de la période. Le profil inframensuel des variations du cours du dollar canadien par rapport au dollar EU a été semblable à celui des autres principales monnaies. L'écart entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains est demeuré relativement stable en avril, soit à peu près à 1 1/2% en faveur des titres canadiens à trois mois.

Le yen japonais s'est apprécié par rapport au dollar EU jusqu'au milieu d'avril et a atteint son niveau le plus élevé depuis le début du mois de décembre 1984. Cette appréciation a été due au rétrécissement de l'écart des taux d'intérêt entre les deux pays, résultant essentiellement du ralentissement de la croissance de l'économie américaine et de l'apparition de certaines difficultés dans le système financier des Etats-Unis. Le yen a cependant perdu du terrain vers la fin du mois, étant donné surtout que les perspectives d'un assouplissement de la politique monétaire aux Etats-Unis s'affaiblissaient. En revanche, par rapport aux principales monnaies européennes, dont les fluctuations ont été plus accentuées, il a fléchi jusqu'à la mi-avril, pour remonter ensuite vers la fin du mois.

## II. INTERVENTIONS

En avril, les banques centrales se sont portées acheteuses nettes de dollars EU pour 0,2 milliard, faisant suite à des ventes nettes en mars, à hauteur de \$EU 1,8 milliard. Les achats nets du mois d'avril se décomposent en \$EU 1,4 milliard d'achats bruts et \$EU 1,2 milliard de ventes brutes.

Les principaux acheteurs ont été les banques centrales du Canada, de Norvège et du Royaume-Uni. Le plus clair des ventes a été réalisé par la Banque du Canada et la Banca d'Italia.

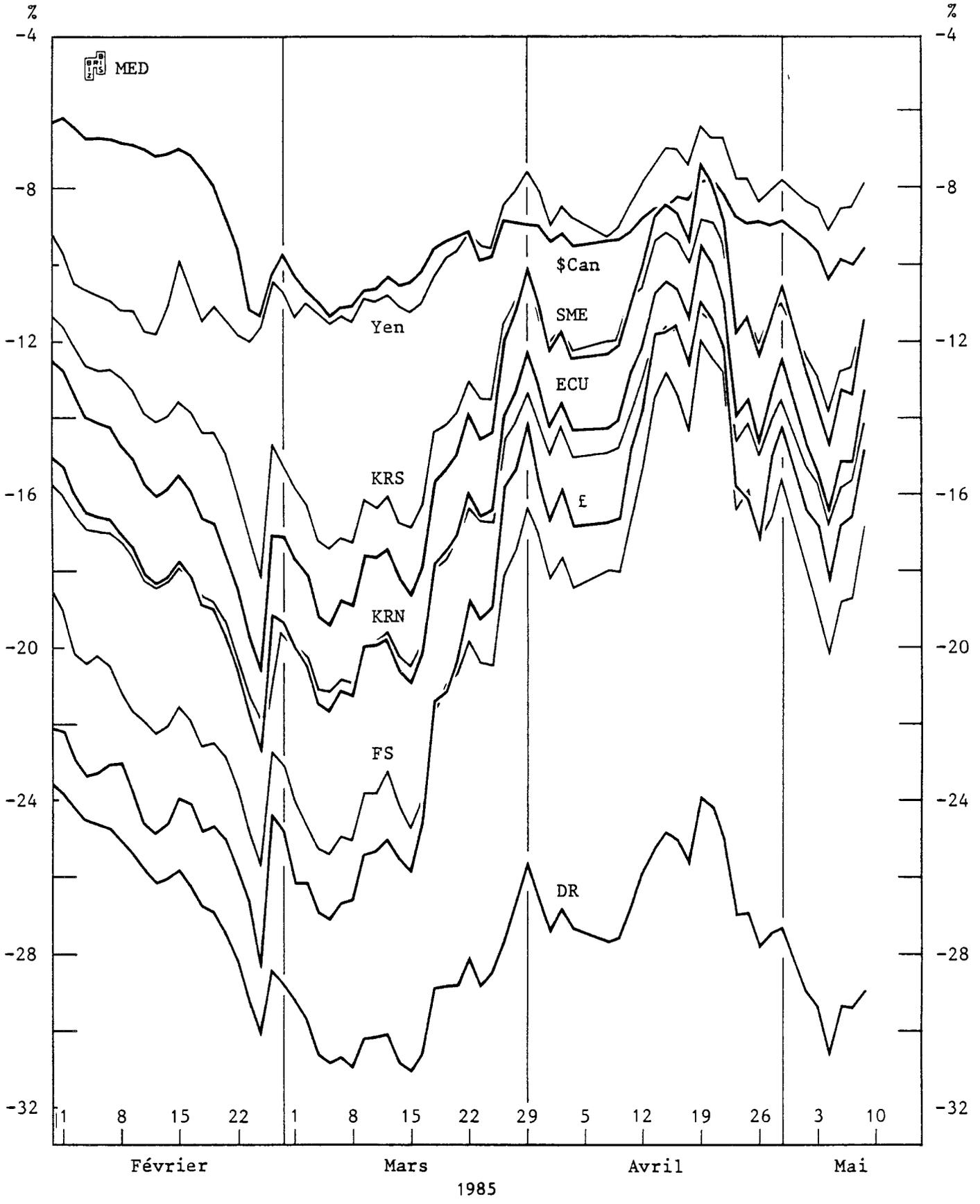
Les interventions en monnaies communautaires ont atteint, en chiffres bruts, la contrevaletur de \$EU 1,4 milliard, soit un montant quasiment équivalent à celui du mois de mars. Toutes ces interventions ont été faites à l'intérieur des marges et, pour l'essentiel, elles ont été constituées par des achats de deutsche marks par la Banque de France.

### III. PREMIERS JOURS DE MAI

Dans les premiers jours de mai, la publication de différentes statistiques économiques n'a pas contribué à lever l'incertitude qui pèse sur l'orientation de l'activité et des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Dans ce contexte, le dollar a continué d'enregistrer d'amples variations en particulier vis-à-vis des monnaies européennes contre lesquelles il s'est apprécié de quelque 5% dans les six premiers jours de mai avant de perdre, par la suite, la plupart de ses gains.

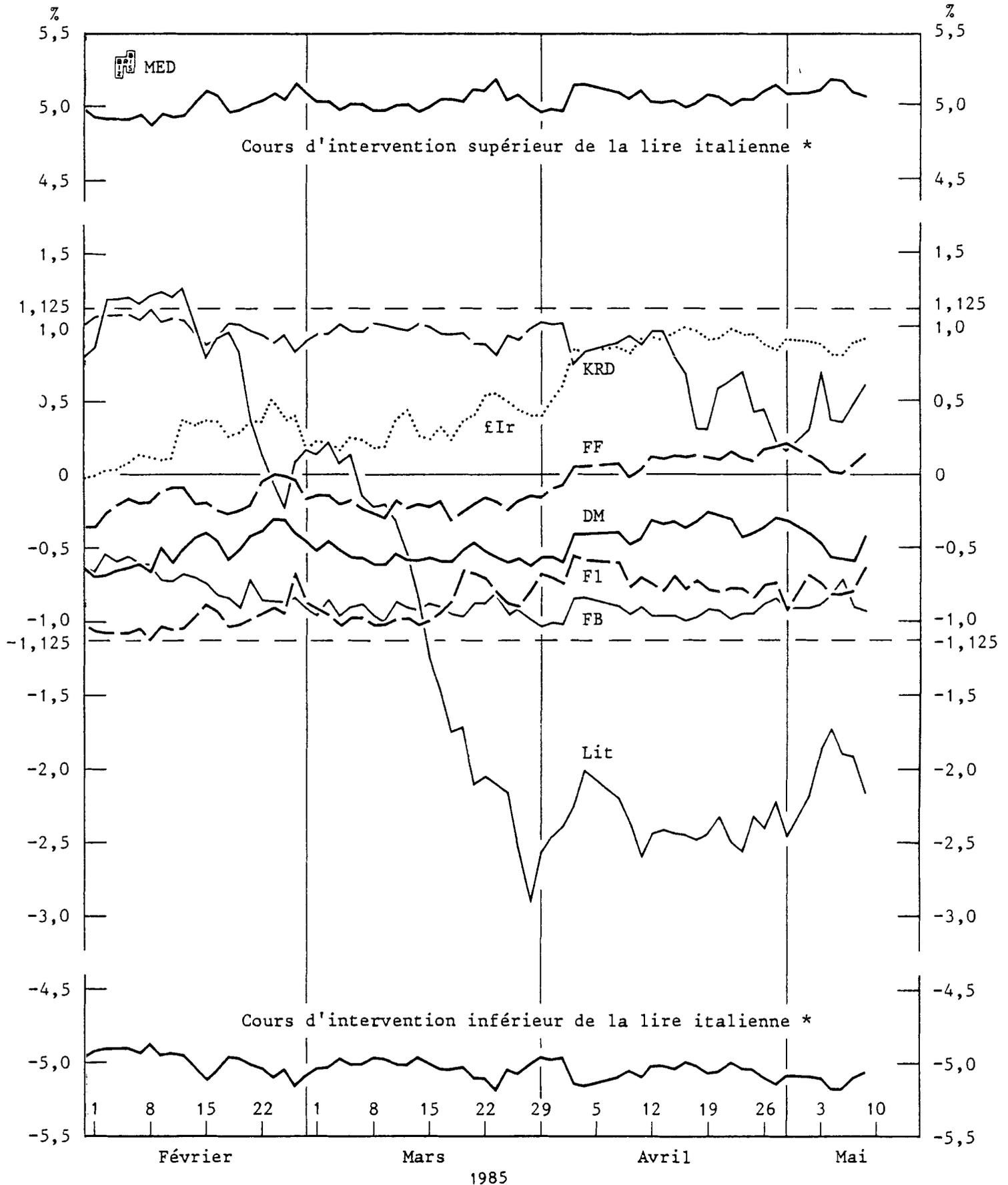
La stabilité a continué de régner au sein du Système monétaire européen où de substantiels achats nets de deutsche marks ont été réalisés surtout par la Banque de France et aussi par la Banca d'Italia. La Banque Nationale de Belgique a fixé son taux d'escompte à 9,75%, en harmonie avec les taux du marché en vigueur, auxquels le taux officiel sera désormais lié.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME ET  
DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION  
SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 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.

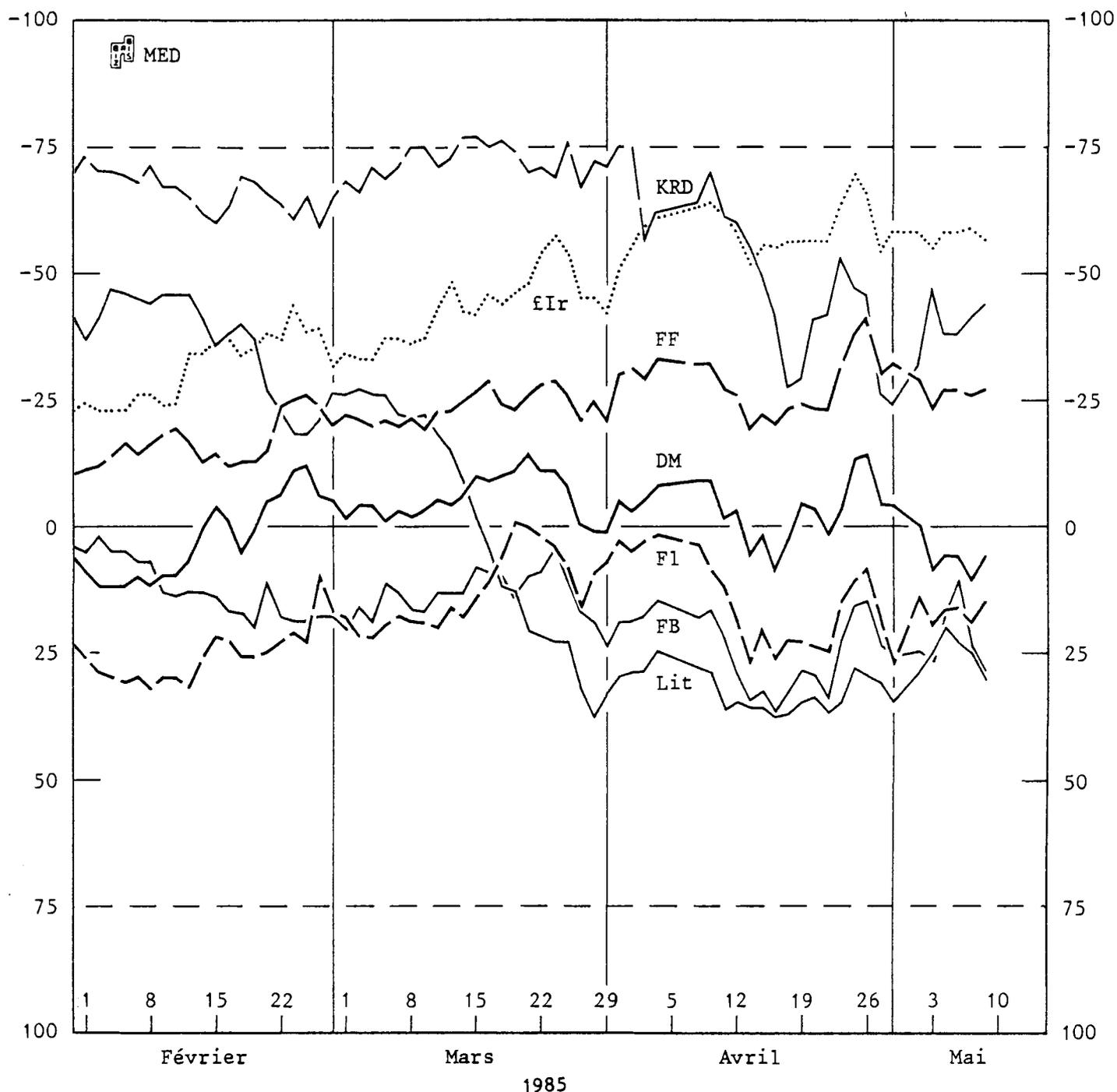
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME CALCULES SUR LA BASE  
DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

9 mai 1985

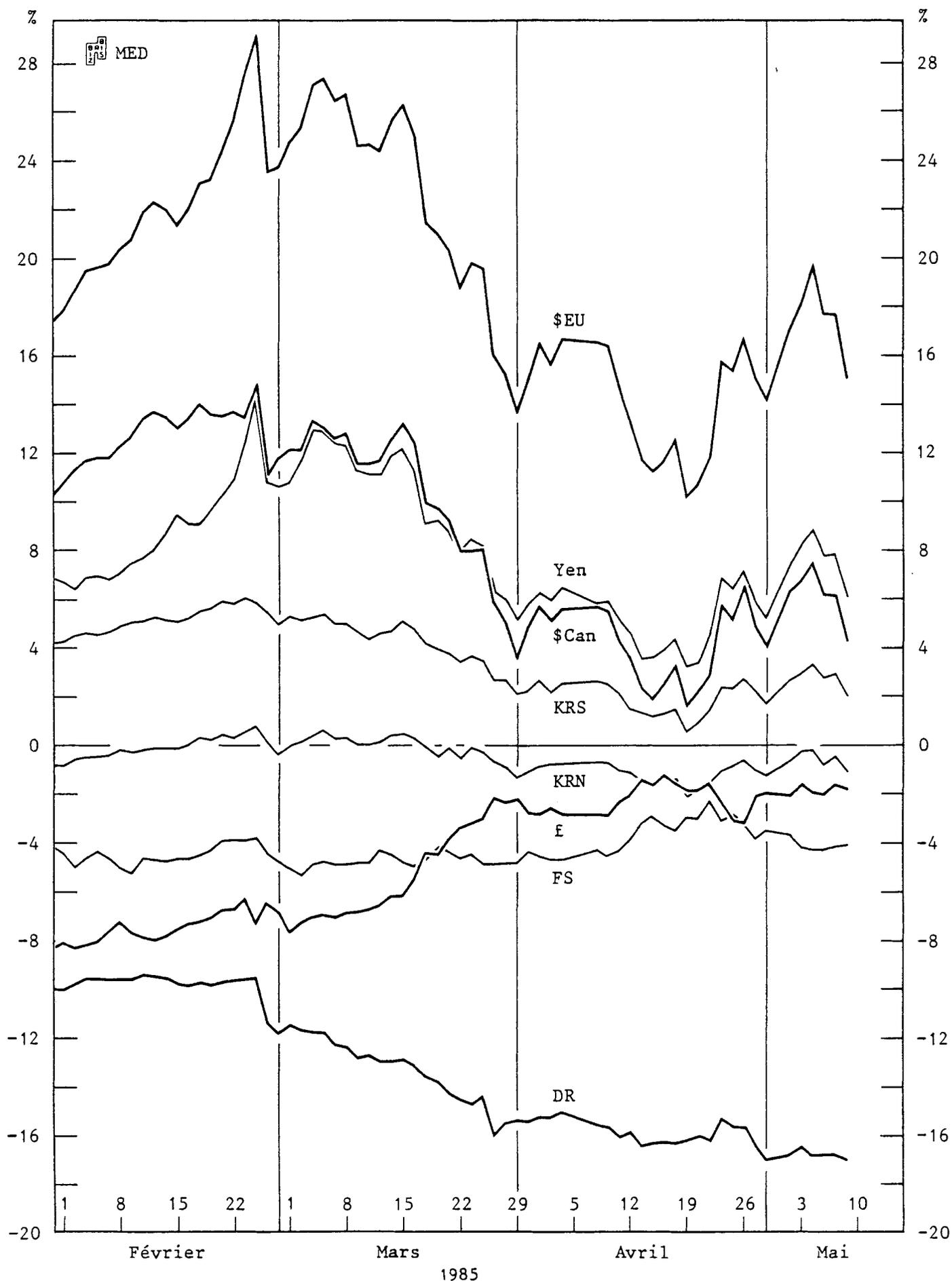
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . 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.

9 mai 1985

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

9 mai 1985