

PROCES-VERBAL*
DE LA 201e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 DECEMBRE 1985 A 10 HEURES

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

I. Approbation du procès-verbal de la 200e séance

A cause de la diffusion tardive, l'approbation du procès-verbal de la 200e séance est reportée à la prochaine séance.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 14 janvier 1986, présentant par rapport au projet des modifications de caractère rédactionnel.

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 de novembre et des premiers jours de décembre 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 et met en relief quelques traits marquants, notamment:

- le fait qu'entre fin février et début décembre 1985, par rapport au dollar, le yen s'est moins apprécié que les monnaies européennes en termes nominaux mais beaucoup plus en termes effectifs (+15% pour la monnaie japonaise et +8% pour les pays européens);
- la reprise de tensions au sein du SME en liaison avec des rumeurs de réalignement, qui ont frappé plus particulièrement la lire italienne;
- le raffermissement du deutsche mark malgré des ventes importantes de cette monnaie.

M. Szász indique que les Suppléants ont noté que, dans certaines situations, des ventes importantes de deutsche marks par des banques centrales ont contribué à déprimer quelque peu le cours de la monnaie allemande et à renforcer celui du dollar. De telles actions ne sont pas très en harmonie avec l'accord de New York du 22 septembre et il a été suggéré qu'en pareil cas les banques centrales intéressées pourraient intervenir en vendant à la fois du deutsche mark et du dollar.

M. Ciampi se réfère aux pressions qui ont affecté la lire italienne vers la fin novembre et qui se sont poursuivies début décembre à la suite de déclarations officielles inopportunes concernant l'éventualité d'un réalignement au sein du SME. Les autorités italiennes ont tout d'abord accepté un certain affaiblissement de la lire; par la suite, celle-ci a été soutenue, prenant en considération le fait que les facteurs fondamentaux de l'économie italienne, particulièrement le compte courant de la balance des paiements, s'amélioraient. Les pressions se sont relâchées durant les tout derniers jours.

M. Camdessus se réfère également aux tensions qui se sont produites fin novembre au sein du SME. Bien qu'étant légères, ces tensions se sont traduites pour la France par une sortie de devises tout à fait anormale de près d'un milliard de dollars (partiellement rattrapée ensuite), en liaison

avec des "rumeurs de vendredi". Des déclarations d'hommes publics ont en effet créé des turbulences en se référant, une fois de plus, aux différentiels d'inflation qui devraient conduire fatalement un jour ou l'autre à un réalignement. Le SME est certes un système dans lequel des ajustements de cours doivent avoir lieu périodiquement sans drame et sur des bases techniques. Mais les Gouverneurs devraient user de leur autorité pour faire comprendre, par les voies appropriées, aux opinions publiques et aux hommes publics que les relations de change entre les monnaies ne sont pas, et de loin, exclusivement déterminées par les différentiels d'inflation. Ainsi, si l'on prend la relation franc français-deutsche mark, le différentiel cumulé des prix de détail net des variations de change, depuis 1983, serait de 107,5 (base 100 étant l'Allemagne) et pourrait justifier une correction assez prochaine. En revanche, si l'on prend les variations de la productivité ou des coûts unitaires dans l'industrie, le différentiel cumulé net des variations de change n'est plus que de 102,5. Or, c'est ce dernier chiffre qui reflète la réalité et qui s'explique par les gains de productivité considérables qui ont été réalisés en France par suite notamment du licenciement dans l'industrie des effectifs en excédent et de la désindexation des salaires plus forte qu'on le croit. Si les marchés des changes prenaient en considération ce chiffre, ils ne penseraient pas à un réalignement urgent, mais malheureusement ce concept semble trop compliqué pour être bien perçu. Il revient donc aux Gouverneurs de rappeler, lorsqu'ils s'expriment publiquement, que les relations de change ne se jouent pas sur les différentiels d'inflation mais sur des éléments plus compliqués qui sont finalement les productivités comparées des économies.

Le Président prend note du message parfaitement clair de M. Camdessus. Par ailleurs, il fait observer que certains Gouverneurs, notamment de pays participant activement au SME, ont eu le sentiment que depuis la réunion du 22 septembre de New York ils n'étaient pas toujours bien informés des décisions prises par les pays du Groupe des Cinq et du suivi des actions envisagées ou entreprises, actions qui ont inévitablement des retombées sur le fonctionnement du SME. En conséquence, le Président suggère que, sans établir une procédure trop lourde, les trois Gouverneurs de la CEE qui participent au Groupe des Cinq pourraient se partager la tâche d'informer leurs collègues de la Communauté des faits nouveaux et des décisions prises

à l'avenir par les Cinq et qui seraient d'intérêt pour les autres pays du SME. Une telle information continue et complète de tous les intéressés apparaît tout à fait normale et serait en harmonie avec les principes d'une politique concertée à l'égard du dollar, qui ont été établis dès 1975 mais n'ont peut-être pas été entièrement respectés. Le Président indique que M. Pöhl, qui ne participera à la présente séance que plus tard, est parfaitement d'accord pour procéder ainsi et il demande aux deux autres Gouverneurs membres du Groupe des Cinq s'ils acceptent également d'agir de la sorte et de s'entendre pour se répartir à trois le rôle d'agents de liaison avec les autres collègues.

M. Leigh-Pemberton indique que, sans avoir pris contact encore avec ses deux autres collègues, il pense que cela est tout à fait possible et que cela se fera certainement de manière équitable et amicale.

M. Camdessus partage l'avis de M. Leigh-Pemberton et marque également son accord sur la suggestion du Président.

Le Président prend note de ces deux déclarations et conclut la discussion du point II de l'ordre du jour en constatant que le Comité adopte le rapport "concertation" qui sera transmis, comme d'habitude, aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

III. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays de la CEE et de certaines questions structurelles dans la sphère financière, sur la base:

- du Rapport No 27 du groupe d'experts présidé par M. Raymond;
- de la Série mensuelle de statistiques

A. Exposé de M. Raymond

Le Rapport No 27 est assez différent des rapports habituels. En effet, il comporte, dans un chapitre I, l'examen semestriel de la conjoncture et de l'évolution des politiques monétaires et de change et, dans un chapitre II, le traitement de certaines questions non conjoncturelles, de caractère théorique ou structurel, qui ont été posées par les Gouverneurs. Ces questions concernent l'évolution récente des marchés des capitaux, l'importance à donner aux paiements d'intérêts dans l'appréciation du déficit budgétaire et les effets monétaires des interventions en monnaies du SME et

en Ecus privés. Au chapitre I correspondent les trois annexes habituelles, au chapitre II deux annexes supplémentaires, l'une sur les marchés des capitaux, l'autre sur les interventions.

1. Examen conjoncturel

Le groupe d'experts a fait ressortir trois idées principales.

a) Dans les pays de la CEE, la croissance se révèle légèrement plus soutenue sous l'impulsion de la demande intérieure, la consommation étant un peu plus ferme et l'investissement étant en reprise, même forte dans certains pays membres. Ces développements se sont produits sans que des risques apparaissent ni du côté de l'inflation, qui est toujours en décline, ni du côté de la balance des paiements sauf cependant dans quelques pays membres.

b) L'évolution des agrégats de monnaie et de crédit a dépassé les objectifs, sauf en République fédérale d'Allemagne, par suite de facteurs différents selon les pays, soit une modification structurelle de la demande de monnaie sous l'effet de l'innovation financière, soit une adaptation de la création monétaire à une croissance un peu plus soutenue. Ces dépassements ont donné lieu à des mesures de correction dans quelques pays. En règle générale, ils ne devraient pas être interprétés comme le signe d'un relâchement des politiques monétaires. D'ailleurs, les taux d'intérêt réels ont à peine fléchi et demeurent élevés sur une base historique.

c) En dépit de la baisse sensible du dollar depuis le printemps de 1985, les monnaies liées par la marge étroite de fluctuation sont restées remarquablement stables entre elles. Cette stabilité récompense les efforts parallèles d'ajustement qui ont été accomplis dans la Communauté. Il semble que les appareils productifs se sont, dans une certaine mesure, ajustés aux taux de change existants par des modifications structurelles. Il ne faut donc pas considérer qu'un réalignement s'imposerait pour corriger en totalité des différentiels d'inflation accumulés depuis 1983. Mais on ne peut pas non plus demander aux économies des pays membres de supporter indéfiniment des divergences dans les facteurs fondamentaux sans révision de parité. Aussi les experts estiment-ils que si l'on veut préserver la grille de parité actuelle - qui sera d'ailleurs d'autant plus fragile que la baisse du dollar s'accroîtra - il est indispensable d'améliorer encore la convergence

et, par conséquent, de continuer à appliquer des politiques monétaires diversifiées et adaptées à la situation conjoncturelle de chaque pays membre.

2. Questions non conjoncturelles

a) Les marchés de capitaux

L'évolution récente de ces marchés a été influencée par plusieurs facteurs dont les principaux sont un taux d'inflation élevé et variable, des anticipations instables de la part des agents économiques sur l'évolution future des taux d'intérêt, des taux d'intérêt réels élevés, et par conséquent attractifs, qui ont été poussés vers le haut notamment par les besoins d'emprunt du secteur public en face desquels les banques centrales ont imposé des politiques monétaires restrictives. Ces facteurs ont conduit presque partout à un développement de la taille des marchés, du financement direct en dehors de l'intermédiation bancaire et aussi à une modification de la nature des titres visant à mieux protéger l'épargnant. Cette évolution a été bienvenue dans les pays à forte inflation, dans la mesure où elle a permis de sauvegarder ou de développer des marchés de capitaux efficaces et intégrés, marchés qui assurent une transmission plus rapide des effets de la politique monétaire à l'économie réelle. En revanche, quelques inconvénients existent, liés spécialement au changement de nature des instruments. En effet, ceux-ci bénéficient d'une quasi-indexation; en outre, d'une part, les banques centrales ont plus de difficultés à interpréter les objectifs quantitatifs, d'autre part, il semble que la transmission des variations de taux d'intérêt est plus rapide mais, pour obtenir un même effet sur l'économie réelle, il faut des variations plus fortes.

b) La correction du déficit budgétaire soit du montant total des intérêts de la dette, soit de la prime d'inflation contenue dans ce montant

L'idée d'éliminer du déficit budgétaire au moins ce qui dans le paiement d'intérêt permet de corriger l'érosion due à l'inflation de la valeur de la dette repose sur une base claire et de bon sens qui est que, si les agents économiques n'ont pas d'illusion monétaire, ils considèrent que la part d'intérêt destinée à compenser l'inflation n'est pas un revenu

et, par conséquent, on peut estimer du côté des autorités budgétaires qu'il s'agit-là d'un remboursement anticipé du capital. Toutefois, la théorie ne garantit pas que la prime inflationniste sera effectivement réinvestie par les épargnants dans la dette publique et, d'autre part, des traces d'illusion monétaire subsistent sans doute dans certains pays membres. Ce concept ne semble donc pas avoir une portée scientifique ou universelle.

La correction du déficit public de l'ensemble des paiements d'intérêts est une opération simple mais qui apparaît également sans grande portée scientifique ou universelle.

c) Les effets monétaires des interventions en monnaies du SME et en Ecus privés

L'étude de ces effets a été faite en liaison avec le groupe présidé par M. Dalgaard qui d'ailleurs a participé à une réunion. Le groupe des experts en politiques monétaires n'a pas examiné la question de l'opportunité de procéder ou non à des interventions intramarginales et n'a pas cherché à juger l'efficacité des interventions sur les anticipations de taux de change et la stabilité des marchés de change. Il a concentré son attention sur les effets d'une intervention faite par un pays A sur la situation monétaire du pays de la monnaie d'intervention, appelé pays B. Dans un premier stade, l'impact sur la masse monétaire dans ce pays est faible car celle-ci est déterminée par d'autres paramètres (anticipation des agents économiques en matière d'inflation, de taux de change, niveau et structure des taux d'intérêt). C'est donc par une modification éventuelle de ces paramètres qu'à plus long terme la liquidité dans le pays B peut être influencée. A cet égard, deux types d'intervention doivent être distingués: l'un où la banque centrale A, par exemple, achète la monnaie B mais la laisse en dépôt auprès de la banque centrale B ou la revend à celle-ci; l'autre où la banque centrale A place le produit de ses interventions en monnaie B auprès de banques commerciales ou d'eurobanques. Les interventions du type I affectent le marché monétaire et la base monétaire dans le pays B, contrairement à celles du type II, mais en pratique la distinction est moins nette grâce aux mécanismes de stérilisation efficaces dont disposent les banques centrales.

Les interventions en Ecus privés sont très comparables à des interventions de type II en monnaies du SME. L'Ecu n'existant pas indépendamment des monnaies du panier, les banques commerciales seront amenées,

pour créer les Ecus, à acheter dans la proportion du panier les diverses monnaies composantes. De ce fait, les interventions affectent le système des banques commerciales mais non la base monétaire des autres pays membres. Toutefois, les interventions en Ecus privés présentent certaines spécificités, notamment l'effet plus grand sur la liquidité dû à un volume plus élevé pour un même effet sur les taux de change, les arbitrages consécutifs aux interventions et l'impact sur les xéno-marchés de toutes les monnaies composant l'Ecu.

B. Exposé de M. Szász

Les Suppléants ont examiné le Rapport No 27 qui, comme M. Raymond l'a souligné, contient non seulement la partie conjoncturelle habituelle mais trois études supplémentaires sur des questions posées au groupe. En ce qui concerne la partie conjoncturelle, la question était de savoir comment juger les conclusions selon lesquelles dans presque tous les pays de la CEE, à l'exception de l'Allemagne, l'expansion monétaire en 1985 a dépassé les objectifs ou les prévisions. La plupart des Suppléants ne semblent pas trop s'inquiéter pour le moment des dangers inflationnistes que cette évolution pourrait entraîner. Il a été fait observer que les différentiels d'inflation ont entraîné des ajustements réels dans les pays membres et qu'à l'avenir les réalignements qui pourraient être opérés ne devraient pas être aussi importants que ces différentiels d'inflation (M. Camdessus a fait une observation analogue en début de séance). Au cours de la discussion des Suppléants, on a aussi fait valoir que l'appréciation importante des monnaies européennes, qui s'est déjà produite à l'égard du dollar, a réduit les anticipations d'une appréciation nouvelle et qu'en conséquence la possibilité d'abaisser les taux d'intérêt internes, au moins dans certains pays, est devenue plus dépendante que par le passé d'une baisse des taux d'intérêt américains. En ce qui concerne les avantages et les inconvénients de la correction complète ou partielle des déficits budgétaires pour tenir compte des paiements d'intérêts, les opinions sont divisées. Il a été souligné qu'il faut éviter d'offrir des prétextes à l'inaction budgétaire et, pour cette raison, plusieurs Suppléants sont sceptiques à l'égard d'une telle correction. En revanche, il a été indiqué que dans, certaines circonstances,

une correction de ce genre pourrait être utile pour décourager l'idée qu'une baisse des taux d'intérêt, par elle-même, suffirait à résoudre les problèmes budgétaires.

Au total, les Suppléants se sont félicités des études supplémentaires que le groupe a entreprises en réponse aux questions qui lui avaient été posées; ils sont cependant conscients que de telles études, aussi utiles soient-elles, engagent des coûts en matière de temps consacré par les experts dans toutes les banques centrales et qu'il pourrait être indiqué de garder à l'esprit la fameuse loi des rendements décroissants.

C. Discussion du Comité

M. Ciampi remercie le "Groupe Raymond" pour la qualité de son travail et observe que chacune des trois questions non conjoncturelles traitées en supplément dans le Rapport No 27 était en fait équivalente à un rapport spécial. En ce qui concerne la correction des déficits budgétaires du paiement des intérêts ou de l'élément inflation contenu dans ceux-ci, M. Ciampi rappelle qu'il avait proposé l'étude de cette question et indique que le désaccord enregistré au niveau des experts est peut-être dû à un malentendu. En effet, en opérant une telle correction, les déséquilibres budgétaires apparaissent plus crûment et il en résulte un argument supplémentaire pour agir sans tarder afin de remédier à ces déséquilibres. Ainsi, en Italie où il y a un déficit budgétaire même après déduction des paiements d'intérêts, c'est sur ce déficit résiduel qu'il faut centrer l'action et pas sur les paiements d'intérêts. Cela est d'autant plus vrai qu'avec une dette publique intérieure importante, la tentation est plus grande de faire baisser les taux d'intérêt à un niveau inférieur à ce que la stabilité économique exige. Bien sûr, c'est le déficit public global qui compte pour la conduite de la politique monétaire, et le dépassement de l'objectif monétaire italien en 1985 est dû essentiellement à une augmentation de ce déficit global et à un financement monétaire accru.

S'agissant du sujet difficile des effets monétaires des interventions en monnaies du SME, les experts ne sont pas entièrement d'accord; la distinction qu'ils ont faite entre les interventions affectant le bilan de la banque centrale dont la monnaie a été utilisée dans l'intervention et les autres interventions est utile mais ne doit pas être surestimée.

M. Ciampi se rallie aux conclusions principales de la partie conjoncturelle du rapport. Il considère, d'une part, que les pays qui ont

progressé plus que d'autres dans l'élimination des déséquilibres internes devraient maintenant viser à soutenir l'activité économique; d'autre part, que dans les pays à inflation plus forte, comme l'Italie, on est conscient qu'il convient d'éviter de ratifier complètement et automatiquement dans le taux de change les différentiels d'inflation. Toutefois, le prix à payer peut parfois être lourd en termes de compétitivité et, partant, d'activité économique et il pourrait être réduit par une expansion plus forte de la demande interne chez des partenaires.

M. Camdessus félicite le "Groupe Raymond" pour le résultat excellent de ses travaux et rappelle brièvement l'importance qu'il y a à ce que le taux de change, au moyen de la contrainte du SME, amène tous les participants à perfectionner l'ajustement. Il fait distribuer en séance une note sur la politique monétaire en France en 1986 et se limite à présenter la philosophie générale de cette politique dont l'objectif reste le même, à savoir contribuer à réduire davantage l'inflation, mais dont les instruments d'analyse et les moyens d'action sont modifiés.

L'objectif d'une inflation ramenée à 3% à la fin de 1986 peut être atteint si la politique monétaire est sans complaisance et si son efficacité est renforcée par une modernisation tenant compte des conséquences de l'innovation financière et supprimant nombre de dispositifs de bonifications d'intérêts et de cloisonnements entre différents types de crédits. De ce fait, l'impulsion des taux d'intérêt pourra s'exercer beaucoup plus fortement sur un secteur de la distribution de crédit sensiblement élargi. Les agrégats monétaires ont été réformés et couvriront désormais l'activité des caisses d'épargne et du groupe de la Caisse des Dépôts et Consignations, ce qui étendra l'influence de la Banque de France sur ces secteurs.

Le contrôle de l'expansion monétaire sera exercé par les taux d'intérêt et les réserves obligatoires, l'encadrement du crédit n'étant gardé que comme filet de sécurité qui normalement ne devrait pas jouer. La tentation était grande de supprimer ce qui restait de l'encadrement mais, compte tenu que ramener l'inflation de 5 à 3% est une étape décisive et que les mentalités se sont habituées depuis treize ans au contrôle quantitatif du crédit, il était important de ne pas donner l'impression que la politique monétaire était relâchée. Les réserves obligatoires dont le niveau a déjà été relevé en novembre devraient être progressivement étendues.

L'objectif d'une expansion monétaire de 3 à 5% en 1986 (à comparer à celui de la PIB en valeur de 6,1%) s'applique désormais à M3 et non plus

à M2 car les contreparties de M3 peuvent être plus facilement individualisées que celles de M2 mais cet agrégat pourrait à nouveau être retenu lorsque l'encadrement du crédit aura été totalement abandonné.

Le Président se déclare rassuré par les propos de M. Camdessus car il trouve une certaine complaisance dans le Rapport No 27 au sujet du dépassement des objectifs ou des prévisions d'expansion des agrégats monétaires, dépassement qui, aux Pays-Bas, préoccupe les autorités. Il note avec intérêt qu'en France on met désormais davantage l'accent sur les taux d'intérêt comme instrument de la politique monétaire. Or, cet instrument a une efficacité limitée, étant donné qu'il doit être également utilisé pour maintenir la monnaie dans la bande de fluctuation du SME. Dans ces conditions, on se demande aux Pays-Bas, pays particulièrement ouvert aux influences extérieures, s'il est possible de se fonder autant par exemple qu'en France, en Allemagne ou au Royaume-Uni, sur les taux d'intérêt et s'il est possible de supprimer les instruments quantitatifs.

M. Camdessus reconnaît que les autorités françaises prennent un certain risque en abandonnant progressivement un dispositif de contrôle quantitatif, mais il faut voir que déjà en 1985 la politique monétaire a été beaucoup plus gouvernée par les taux que par ce dispositif. Ainsi, le dépassement de l'objectif a entraîné une réaction sur les taux d'intérêt; malgré le souhait du gouvernement de voir baisser ces derniers, la réduction a été limitée et en réalité les taux réels ont augmenté. Une telle action a été jugée la plus efficace pour modérer la progression de la masse monétaire. Il est vrai, toutefois, que ce moyen n'est pas toujours le plus approprié et il est complété désormais par les réserves obligatoires qui introduisent un élément de réduction des effets externes de la politique monétaire interne. Même si l'utilisation des réserves obligatoires sera développée en 1986, il est clair que pour vaincre l'inflation une politique de taux d'intérêt réels élevés, mais un peu plus variables, devra être poursuivie.

M. Ciampi précise qu'en Italie lorsque les plafonds de crédit ont été supprimés il y a eu aussi tout à coup des nostalgiques et des inquiets. On reconnaît aujourd'hui que cela était judicieux et positif, notamment pour la concurrence entre les banques. En outre, comme en France, l'instrument des réserves obligatoires a été davantage utilisé après cette suppression.

M. Hoffmeyer exprime son appréciation à l'égard du Rapport No 27; il estime néanmoins que le groupe pourrait être un peu plus critique. Si l'on examine certains tableaux, en particulier le tableau 3 sur les indicateurs de convergence dans la Communauté, des divergences sensibles apparaissent entre les pays membres, par exemple en matière d'expansion monétaire. Il serait donc utile de partir d'un tel tableau pour amener les Gouverneurs à expliquer davantage les performances peu satisfaisantes dans divers domaines.

M. Leigh-Pemberton indique qu'au Royaume-Uni l'objectif fixé en mars 1985 à une fourchette de 5-9% pour £M3 a été suspendu ; la progression à fin octobre était de 14,5% et l'agrégat plus large PSL2 était en accroissement de 13,8%. Toutefois, les autres indicateurs monétaires ont progressé beaucoup moins fortement et suggèrent que les conditions monétaires n'étaient pas trop aisées. D'autre part, les taux d'intérêt réels ont peu baissé depuis leur maximum du début de 1985 et le cours de change est resté essentiellement ferme. En novembre, la suspension de l'application de l'objectif pour £M3 a été annoncée parce qu'il était patent que l'objectif avait été établi beaucoup trop bas. Malgré cette décision, les autorités ne sont pas indifférentes à l'évolution de £M3 et une nouvelle fourchette-objectif devrait être fixée en liaison avec le budget en mars 1986. Les marchés semblent avoir compris que la suspension de l'objectif ne signifie en aucune façon un affaiblissement de la stratégie anti-inflationniste et que les autorités sont prêtes à relever rapidement s'il le faut les taux d'intérêt à court terme et à utiliser cet instrument de manière flexible comme en France. En outre, un changement interviendra dans le financement du solde du budget; le surfinancement qui a été pratiqué par les autorités, pour contrôler la progression de £M3, mais qui risquait de créer un jeu de carrousel, fait place à un financement équivalent au besoin d'emprunt.

M. Pöhl félicite M. Raymond pour le Rapport No 27 tout à fait remarquable et pour son exposé très intéressant. En se référant à M. Hoffmeyer qui voudrait que l'on exerce plus de pression dans le sens de la convergence, il observe que même le tableau 3 montre qu'un bon degré de convergence a déjà été atteint dans le SME. Certes, quelques membres sont encore en retard sur les progrès des autres et inversement certains non-participants au système ont enregistré des résultats positifs. Au total, toutefois, la participation au SME a sans aucun doute contribué à la réalisation d'une meilleure convergence.

Comme M. Camdessus l'a indiqué, en cas de réalignement, il ne faut pas compenser entièrement les différentiels d'inflation sinon les pays à forte inflation devraient dévaluer de plus en plus et ce serait rapidement le cercle vicieux. On ne peut pas cependant s'attendre à ce que tous les pays aient le même rythme d'inflation et à ce que l'évolution de la productivité ou des coûts unitaires de production soit parfaitement identique au sein de la CEE. Les pays membres ont des systèmes différents, une organisation, notamment du travail, et une position des syndicats variables; par conséquent, de temps à autre, des ajustements sont nécessaires pour éviter de trop grands déséquilibres mais il faut les faire à froid et en parler publiquement le moins possible.

En ce qui concerne la politique monétaire proprement dite, l'Allemagne est dans la situation confortable d'avoir respecté son objectif monétaire relativement exigeant (au 4^e trimestre 1985, la progression de la monnaie de banque centrale était de 4,7%, soit à l'intérieur de la fourchette fixée entre 3 à 5%). Il est malaisé de dire comment et pourquoi ce résultat a été atteint surtout si l'on tient compte que les économistes disaient au début de 1985 qu'un tel objectif devrait correspondre à un taux du marché monétaire de 6% alors qu'en réalité il est de 4,5%. A la mi-décembre, l'objectif pour 1986 sera établi; la fourchette pourrait être fixée un peu plus haut, étant donné que le potentiel de production devrait être nettement plus important en 1986.

Les taux d'intérêt à long terme ont brusquement grimpé assez fortement. Ces taux sont de moins en moins tributaires de la politique monétaire et de plus en plus des mouvements internationaux de capitaux. Leur hausse a pu résulter aussi de l'idée répandue dans le marché que les autorités allemandes s'étaient engagées, à la réunion de New York en septembre, à faire monter leurs taux. Le seul sujet discuté était de faire baisser le dollar, étant entendu qu'il faudrait éviter que les taux américains montent. En réalité, il y a eu un certain amenuisement des différentiels de taux par suite d'une baisse des taux aux Etats-Unis. Le volume des mouvements de capitaux internationaux, qui a été multiplié par quatre dans les deux sens (exportations-importations) depuis 1981, complique la situation des décideurs et empêche de faire une régulation

efficace par les taux d'intérêt. La Deutsche Bundesbank joue avec souplesse sur les taux à court terme - qui se situent autour de 4,5-5% - au moyen d'instruments relativement nouveaux comme les prises d'effets en pension. Elle considère que les plafonds de crédit ne sont pas du tout un instrument approprié;

Le Président conclut la discussion du Comité en remerciant M. Raymond et son groupe pour l'excellent travail qu'ils ont fait et qui a permis d'ouvrir entre les Gouverneurs un débat très animé et très nourri. Il constate l'accord du Comité pour transmettre le Rapport No 27 au Comité monétaire selon la procédure habituelle.

IV. Questions concernant le SME et l'Ecu

Le Président indique que sous ce point le Comité pourrait, d'une part, aborder le Rapport No 55 sur les questions relatives à l'utilisation de l'Ecu privé, préparé par le groupe présidé par M. Dalgaard, rapport qui n'avait pas pu être examiné en novembre; d'autre part, se pencher éventuellement sur l'accord conclu à Luxembourg par le Conseil européen les 2 et 3 décembre 1985 concernant le "capacité monétaire" à introduire dans le Traité de Rome.

M. Dalgaard indique brièvement que dans le Rapport No 55 au chapitre I, 3, le groupe a traité les interventions en Ecus privés mais d'un point de vue différent de celui du "Groupe Raymond". Il s'agit d'un examen pragmatique du développement récent des interventions en Ecus privés visant non plus à régulariser le marché de l'Ecu privé, comme cela était le cas initialement, mais à stabiliser la monnaie de la banque centrale intervenante. De telles interventions ont eu lieu lorsque d'autres n'étaient pas possibles et elles n'ont pas soulevé de problèmes. On pourrait donc les pratiquer lorsque les circonstances s'y prêtent et à condition que les montants ne soient pas trop élevés et que les effets éventuels sur les partenaires soient pris en compte. Le groupe a également considéré qu'une nouvelle extension importante de l'utilisation de l'Ecu privé ne devrait

pas créer de dangers tant en matière de mouvements de capitaux qu'en ce qui concerne un conflit éventuel avec les politiques monétaires.

M. Szász indique que les Suppléants ont discuté une série de questions sur la base du Rapport No 55 du "Groupe Dalgaard". Ils ont étudié les conséquences de l'expansion actuelle et future du marché de l'Ecu privé pour les politiques monétaires et de change ainsi que les interventions officielles en Ecus privés qui ont été opérées sur une échelle nettement plus importante qu'à l'époque du premier rapport sur l'Ecu privé (Rapport No 51 de mars 1984). Les Suppléants ont également parlé de l'opportunité d'une action officielle éventuelle à l'égard de l'Ecu privé.

Les discussions et le rapport lui-même montrent les difficultés et les incertitudes qu'il y a à évaluer les incidences d'un marché qui est encore en fort et rapide développement. Les Suppléants estiment donc utile que le "Groupe Dalgaard" continue à suivre l'évolution de ce marché et fasse rapport au moins une fois par an ou plus souvent si des développements, par exemple en matière d'interventions en Ecus privés, le justifiaient.

Les conclusions du rapport, encore provisoires, ne paraissent pas offrir d'arguments techniques pour recommander, à ce stade, une action officielle soit pour décourager une nouvelle expansion du marché de l'Ecu privé, soit au contraire pour l'encourager. Cela n'empêche pas que certains Suppléants, se fondant principalement sur des considérations de politique générale, souhaiteraient promouvoir l'utilisation de l'Ecu privé. Une suggestion française, orientée dans ce sens, propose que le FECOM soit autorisé à ouvrir des comptes en Ecus privés au nom de banques centrales et de certaines institutions officielles. Cette suggestion reste actuellement en suspens et pourrait être reprise le moment approprié venu.

M. Camdessus remercie M. Dalgaard et son groupe du travail important qu'ils ont accompli et fait remarquer que dans certaines circonstances l'Ecu a été fort utile comme instrument d'opération sur le marché des changes, lorsque les achats ou les ventes de dollars ou de deutsche marks étaient inappropriées. Donc, de temps en temps, l'Ecu peut être utile à cet égard. En outre, il serait souhaitable de ne pas attendre un an pour travailler davantage sur l'idée française d'ouverture auprès du FECOM de comptes en Ecus privés par des banques centrales ou des organismes internationaux, ainsi que sur quelques autres idées.

M. Russo remercie également les experts pour le travail accompli dans le Rapport No 55. Il faut continuer à suivre l'évolution du marché de l'Ecu privé qui se développe très rapidement et qui a permis de renforcer une intégration financière certainement souhaitable. Certaines monnaies de la CEE, notamment, ont été utilisées plus largement dans les xénomarchés grâce à leur participation au panier Ecu et les interventions en Ecus privés ont de temps en temps fait leurs preuves. La Commission a l'intention de suivre également ces évolutions dans le cadre du Comité monétaire et en prenant en compte le Rapport No 55.

M. Godeaux considère que ce sujet de l'Ecu privé est très important et qu'il convient de continuer de l'étudier. Certaines implications monétaires ont été traitées dans le Rapport No 27 du "Groupe Raymond" tandis que des implications cambiales ont été examinées dans le Rapport No 55 du "Groupe Dalgaard", mais il reste à raffiner ces études. En effet, l'analyse tant monétaire que cambiale du développement de l'Ecu privé prendra une coloration totalement différente lorsque ce développement connaîtra sa phase la plus délicate, c'est-à-dire lorsque l'on passera d'un usage encore relativement limité de l'Ecu privé, conduisant à faire éclater celui-ci et à effectuer donc des transactions de change dans les monnaies composantes, à une phase où la majorité des agents économiques accepteront d'être réglés en Ecus et de conserver ceux-ci. Par conséquent, il semble souhaitable de continuer à étudier ces questions, sans nécessairement accepter des intervalles d'un an, et cela en vue de répondre aux "pourquoi" et aux "comment" que le Président rappelait au début des travaux. De surcroît, il est important que les banques centrales plutôt que d'autres s'occupent de ces questions.

Le Président reconnaît que les interventions en Ecus privés ont fait leurs preuves et que, contrairement aux interventions en d'autres monnaies, elles ne font pas l'objet d'une procédure de concertation. Aussi longtemps que les interventions en Ecus privés restent modérées, elles ne posent pas de problèmes mais la situation pourrait être différente si elles devenaient plus importantes.

Le Président propose que les Suppléants reprennent, lors de réunions ultérieures, la suggestion française sur l'Ecu privé et le rôle possible pour le FECOM, et que le "Groupe Dalgaard" continue de veiller à l'évolution du marché de l'Ecu privé.

Le Président propose également de renvoyer à la prochaine séance une discussion éventuelle sur l'accord réalisé à Luxembourg sur la "capacité monétaire" en espérant que d'ici-là les textes définitifs seront disponibles.

V. Signature de l'Acte relatif à l'adhésion des banques centrales d'Espagne et du Portugal au système de soutien monétaire à court terme

Le Président indique que tous les Gouverneurs, y compris ceux de la Banque d'Espagne et de la Banque du Portugal, doivent procéder à la signature de l'Acte relatif à l'adhésion de ces deux banques centrales au système de soutien monétaire à court terme. Il rappelle qu'un projet de cet Acte a été soumis aux Suppléants et approuvé par ces derniers en novembre. Les Gouverneurs doivent donc maintenant signer l'Acte dans les trois langues, allemand, anglais et français, de façon à permettre à la Banque d'Espagne et à la Banque du Portugal de faire partie du système de soutien monétaire à court terme à compter du 1er janvier 1986.

La signature de cet Acte est soumise à la décision prise par les Gouverneurs, lors de la séance du Comité du 10 novembre 1981; à cette séance, les Gouverneurs ont spécifié que:

- "l'octroi de rallonges débitrices n'est pas quasi automatique comme pour les quotes-parts débitrices et requière une décision unanime des Gouverneurs des banques centrales de la CEE réunis au sein du Comité des Gouverneurs";
- "au moment de l'établissement des modalités de fonctionnement du SME, un accord a été conclu qui prévoit notamment que le total des rallonges débitrices, et celui des rallonges créditrices, applicables aux banques centrales de la CEE ne participant pas au mécanisme de change du SME, devrait rester limité à 3.600 millions d'Ecus".

Les Gouverneurs ont donc décidé de retenir, pour l'Espagne et le Portugal, les mêmes conditions qui s'appliquent déjà au Royaume-Uni et à la Grèce. Aussi longtemps que les deux nouveaux pays membres ne participeront pas au mécanisme de change du SME, ils ne pourront donc obtenir normalement que la contre-valeur de 1.800 millions d'Ecus au titre de la rallonge débitrice. En effet, conformément à l'article II, 4, de l'Accord instituant

le soutien monétaire à court terme, aucune banque centrale ne peut obtenir, en règle générale, que la moitié du total des rallonges débitrices. Les possibilités de tirage maximales porteraient ainsi sur un montant de 2.525 millions d'Ecus pour l'Espagne et de 1.945 millions d'Ecus pour le Portugal.

Les Gouverneurs signent l'Acte et le Président se félicite de l'heureuse issue de cette adhésion.

VI. Présidence du Comité

Le Président rappelle qu'il termine son mandat d'un an à la fin de décembre 1985 et qu'après avoir consulté les Gouverneurs il est très heureux de proposer comme successeur, M. Leigh-Pemberton, Gouverneur de la Bank of England.

Le Comité approuve cette nomination pour le mandat annuel habituel, c'est-à-dire du 1er janvier au 31 décembre 1986, et le Président félicite M. Leigh-Pemberton.

M. Leigh-Pemberton exprime la reconnaissance du Comité et son appréciation pour le style et les résultats du Président Duisenberg. L'initiative prise à Palerme par ce dernier a été très fructueuse et le Comité en bénéficie encore aujourd'hui. En particulier, depuis le dernier Conseil européen, le statut du Comité paraît s'être accru sans entamer son indépendance. M. Leigh-Pemberton ajoute que M. Duisenberg a été un Président non seulement très compétent mais plein d'humour et que sa manière à la fois ferme et douce de mener les discussions a conduit à une efficacité remarquable qui laisse tout successeur devant une tâche bien redoutable.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Consultation entre le Président du Comité et des représentants de la Norges Bank

Le Président rappelle que, dans le cadre du renforcement de la coopération entre la Norges Bank et le Comité des Gouverneurs, il est prévu une rencontre annuelle entre le Président du Comité et des représentants de la Norges Bank; cette rencontre a eu lieu hier lundi 9 décembre 1985. M. Skånland, Gouverneur de la Norges Bank a parlé de l'évolution du cours de la couronne norvégienne et des aménagements apportés à la

politique de change en 1985, tandis que M. Duisenberg a donné un survol des activités et des développements monétaires intervenus en 1985 dans le cadre du Comité.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 14 janvier 1986 à 10 heures.

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

NOVEMBRE 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 de novembre et les premiers jours de décembre 1985.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- nouvel affaiblissement marqué du dollar EU, d'abord à l'égard et, par la suite, vis-à-vis des monnaies européennes,
- apparition de certaines tensions au sein du SME vers la fin du mois.

Le dollar EU a fléchi d'environ 4% par rapport à la plupart des monnaies étrangères en novembre, tombant ainsi à ses niveaux les plus bas depuis presque cinq ans, à l'égard du yen japonais et, depuis près de deux ans, vis-à-vis du deutsche mark. Les opérateurs ont continué à écarter la perspective d'une remontée sensible du dollar à la suite de l'accord du Groupe des Cinq. Le dollar a en outre été affecté par l'impression ressentie par le marché que l'activité économique américaine n'était pas aussi solide que prévu et par des anticipations croissantes d'une poursuite de la

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

baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis. De fait, les rendements des titres du Trésor américain à long terme ont reculé d'environ 1/4 de point au cours du mois, se négociant pour la première fois depuis le milieu de 1980, au-dessous de 10% pour toutes les échéances. Au début de novembre, le yen a le plus progressé par rapport au dollar à la suite de la décision de la Banque du Japon, annoncée à la fin d'octobre, de permettre une hausse des taux d'intérêt pour renforcer sa monnaie. Par la suite, cependant, lorsque les taux d'intérêt japonais ont quelque peu fléchi par rapport à leurs niveaux records et que le dollar a rencontré un palier de résistance autour de yen 200, l'attention du marché s'est portée sur le deutsche mark et d'autres monnaies européennes, qui se sont fortement appréciées.

Durant la plupart du mois, les positions des monnaies participant au SME ont peu changé. Toutefois, vers la fin du mois, les anticipations d'un réalignement imminent, à la suite du nouvel affaiblissement sensible du dollar par rapport aux monnaies européennes, ont engendré certaines tensions au sein du système.

Le deutsche mark s'est légèrement replié vis-à-vis de la plupart des monnaies jusqu'au milieu du mois, pour se redresser légèrement ensuite à l'égard du dollar EU, sans toutefois varier fortement au départ au sein du SME. Vers la fin du mois, le transfert de positions spéculatives longues en yens japonais vers le deutsche mark et les rumeurs d'un réalignement imminent au sein du SME ont provoqué un raffermissement plus marqué par rapport au dollar et, à un degré moindre, à l'égard de la plupart des autres monnaies, en particulier celles du SME. Malgré tout, à la fin du mois, la position du deutsche mark demeurait presque inchangée par rapport à celle du début du mois.

Le contexte de baisse du dollar n'a pas compromis la fermeté du franc français. Très fréquemment en tête du dispositif communautaire, il a bénéficié de l'excédent des opérations commerciales de la clientèle résidente et d'apports de devises de l'étranger, notamment en règlement d'achats de valeurs mobilières françaises. Tout en fin de mois, la brusque poussée du deutsche mark, sensible à Paris comme sur les autres places, a été contrôlée par des interventions.

En même temps que se poursuivait la détente du loyer de l'argent, le franc belge a affiché un bon comportement tout au long du mois écoulé. La fin de la période a cependant été marquée par un net fléchissement, en rapport avec les rumeurs spéculatives qui ont affecté le Système monétaire européen.

Le florin néerlandais a renforcé sa position dans la moitié supérieure de la bande du SME face à toutes les monnaies, en dépit d'un certain fléchissement des taux d'intérêt aux Pays-Bas. La fermeté affichée par le florin a reflété en partie les tensions croissantes au sein du système vers la fin du mois.

La couronne danoise s'est maintenue dans la partie supérieure de la bande étroite du SME. Les importations de capitaux privés se sont poursuivies durant le mois, et la Danmarks Nationalbank a absorbé l'excédent de devises sur le marché.

La livre irlandaise a fait preuve d'une tendance plus faible pendant le mois, par suite de l'augmentation saisonnière du déficit des paiements courants. La Central Bank of Ireland est intervenue activement tout au long de la période pour soutenir sa monnaie.

La lire italienne a fluctué dans des limites étroites, à l'exception du dernier jour, au cours duquel elle a perdu environ 0,5% vis-à-vis de toutes les autres monnaies européennes, dans un marché caractérisé par une incertitude générale due à la baisse du dollar EU et aux rumeurs concernant la possibilité d'un réalignement au sein du SME. Dans ce contexte, la Banca d'Italia est intervenue sous la forme de ventes de dollars et surtout de deutsche marks.

La livre sterling a subi des pressions en début de mois, et ensuite à diverses reprises, lorsque des préoccupations se manifestèrent au sujet de l'évolution future des prix pétroliers. En d'autres occasions, elle a été confortée par le niveau élevé des taux d'intérêt britanniques, la fermeté des prix pétroliers au comptant et l'amenuisement des perspectives d'adhésion du Royaume-Uni au mécanisme de change du SME. A la fin du mois, la livre sterling avait atteint sa cotation la plus haute depuis 21 mois contre le dollar, mais elle cédait un peu de terrain par rapport aux autres monnaies européennes. Son indice pondéré a gagné 0,5 point dans le mois, pour atteindre 81,3.

La drachme grecque s'est appréciée de 3,2% par rapport au dollar EU, tout en perdant 0,5% vis-à-vis de l'Ecu. En termes pondérés, elle a baissé de 0,3%.

Après une période de stabilité vis-à-vis des monnaies du SME, le franc suisse s'est affaibli vers la fin du mois. Cet affaiblissement a été dû essentiellement au fléchissement des taux d'intérêt internes.

Grâce au maintien d'un afflux de capitaux attirés par le niveau élevé des taux d'intérêt, la couronne suédoise est demeurée ferme, comme en témoigne son indice, qui s'est stabilisé aux alentours de 130,6 au cours de la période considérée.

La couronne norvégienne est demeurée faible jusqu'au 21 novembre, au moment où la Norges Bank est intervenue pour des montants relativement importants en vue d'éloigner l'indice du seuil d'intervention. Depuis lors, la couronne est restée ferme et stable en termes pondérés.

Pendant le mois de novembre, le dollar canadien s'est déprécié vis-à-vis du dollar EU, ce qui traduisait initialement le sentiment du marché qu'un affaiblissement du taux de change ne conduirait pas à un durcissement de la politique, étant donné la préoccupation des autorités au sujet de plusieurs petites banques. L'opinion défavorable envers la monnaie s'est trouvée aggravée par le fait qu'elle ne parvenait pas à se redresser par rapport au dollar EU au moment où celui-ci cédait du terrain devant d'autres monnaies et, plus récemment, par la vente de dollars canadiens à des fins commerciales, qui devait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année.

Le yen japonais a progressé de 4,4% vis-à-vis du dollar en novembre. Cela s'explique par le fait que la Banque du Japon a permis aux taux d'intérêt du yen de se maintenir aux niveaux relativement élevés enregistrés fin octobre, afin de réduire l'écart en faveur des taux d'intérêt du dollar EU. Le yen a en outre tiré profit d'informations selon lesquelles tant les autorités américaines que japonaises s'attendaient à une nouvelle appréciation de la monnaie japonaise. Le 25 novembre, le dollar est descendu un instant au-dessous de 200 yens. Le yen s'est, toutefois, légèrement replié lorsque la perspective d'une baisse des taux d'intérêt du yen commença à être perçue par le marché. Par ailleurs, le yen s'est vivement apprécié par rapport aux principales monnaies européennes jusqu'au milieu du mois, mais a cédé un peu de terrain en fin de période.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En novembre, les ventes nettes de dollars des banques centrales ont atteint \$EU 2,8 milliards, contre 7 milliards en octobre. Les principaux

vendeurs ont été la Banca d'Italia, la Banque du Canada, la Banque du Japon et, dans une moindre mesure, la Norges Bank et la Central Bank of Ireland.

b) Interventions en monnaies communautaires

En novembre, les interventions brutes en monnaies de la Communauté et en Ecus se sont élevées à l'équivalent de \$EU 3,5 milliards; elles ont principalement consisté en achats et ventes de deutsche marks effectués à l'intérieur des marges par la Banque de France et la Banca d'Italia.

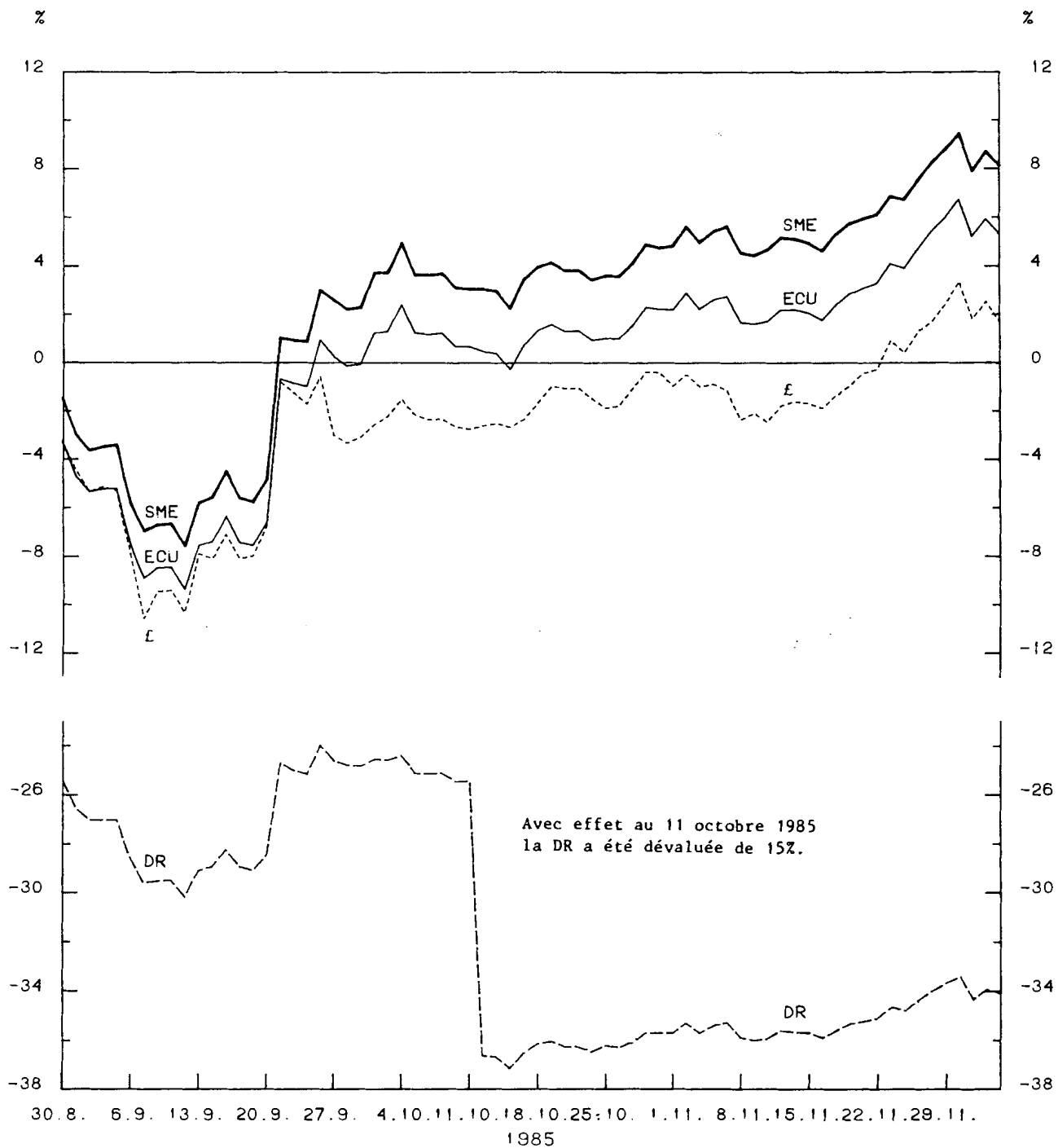
c) Interventions en d'autres monnaies

Les interventions en d'autres monnaies ont atteint l'équivalent de \$EU 0,7 milliard et ont consisté essentiellement en achats de yens effectués principalement par la Sveriges Riksbank.

III. PREMIERS JOURS DE DECEMBRE

Au cours de la première semaine de décembre, le dollar EU s'est légèrement affermi vis-à-vis de la plupart des monnaies. Les tensions au sein du SME se sont quelque peu atténuées bien que la lire italienne ait dû être soutenue de façon notable par la Banca d'Italia.

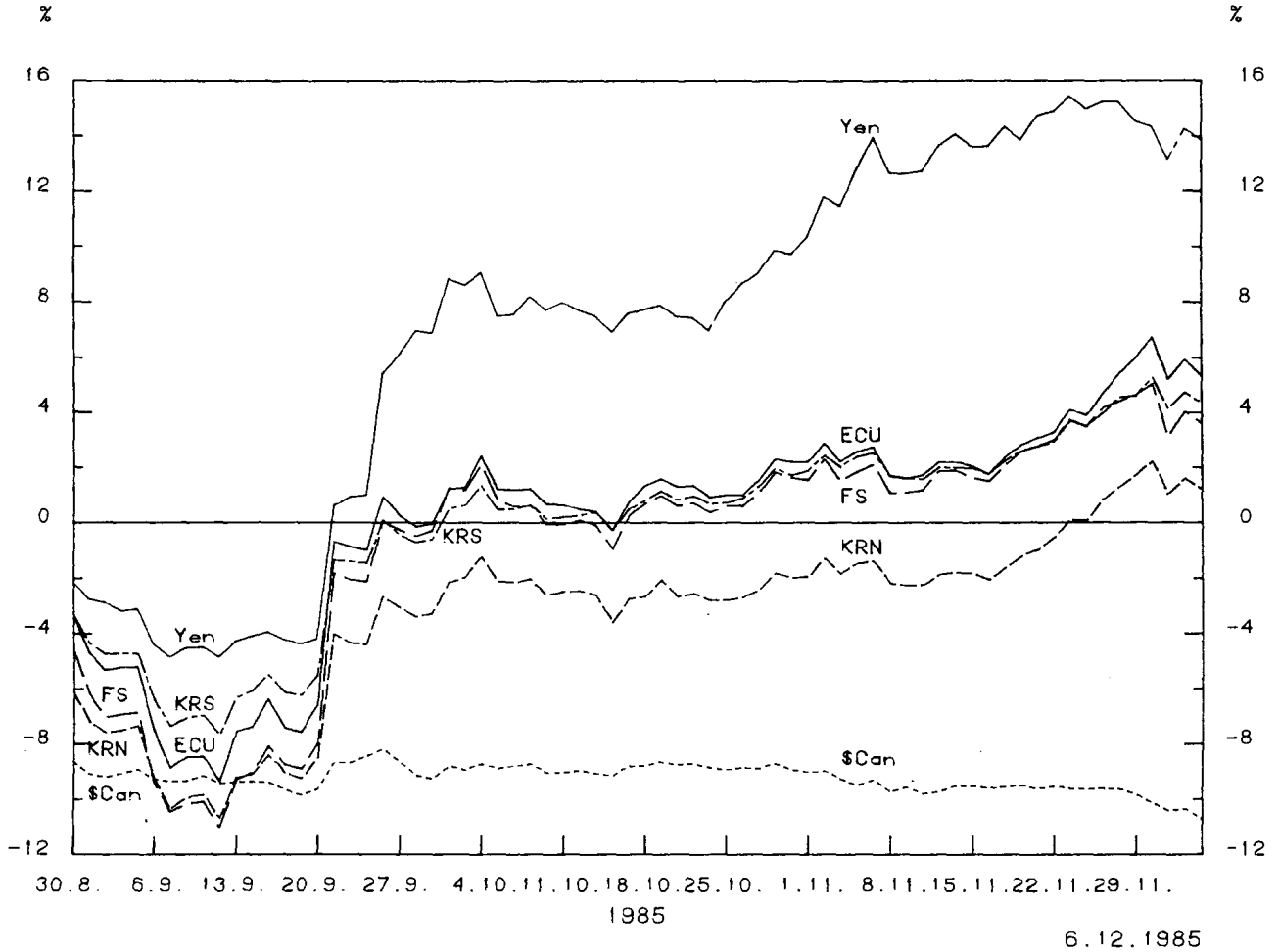
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES
LE 30 DECEMBRE 1983 VIS-A-VIS DU \$EU *



* voir page suivante

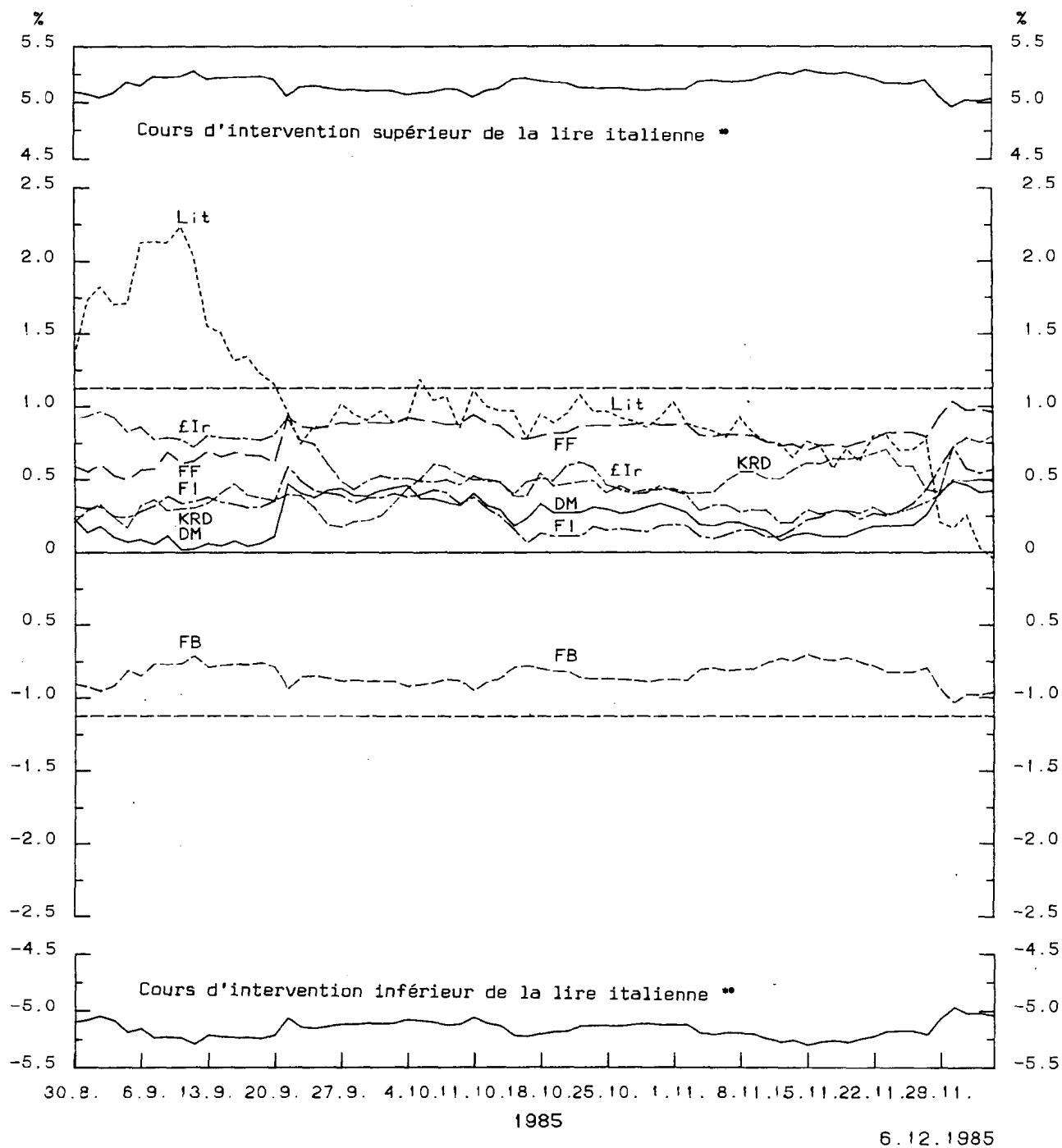
6.12.1985

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



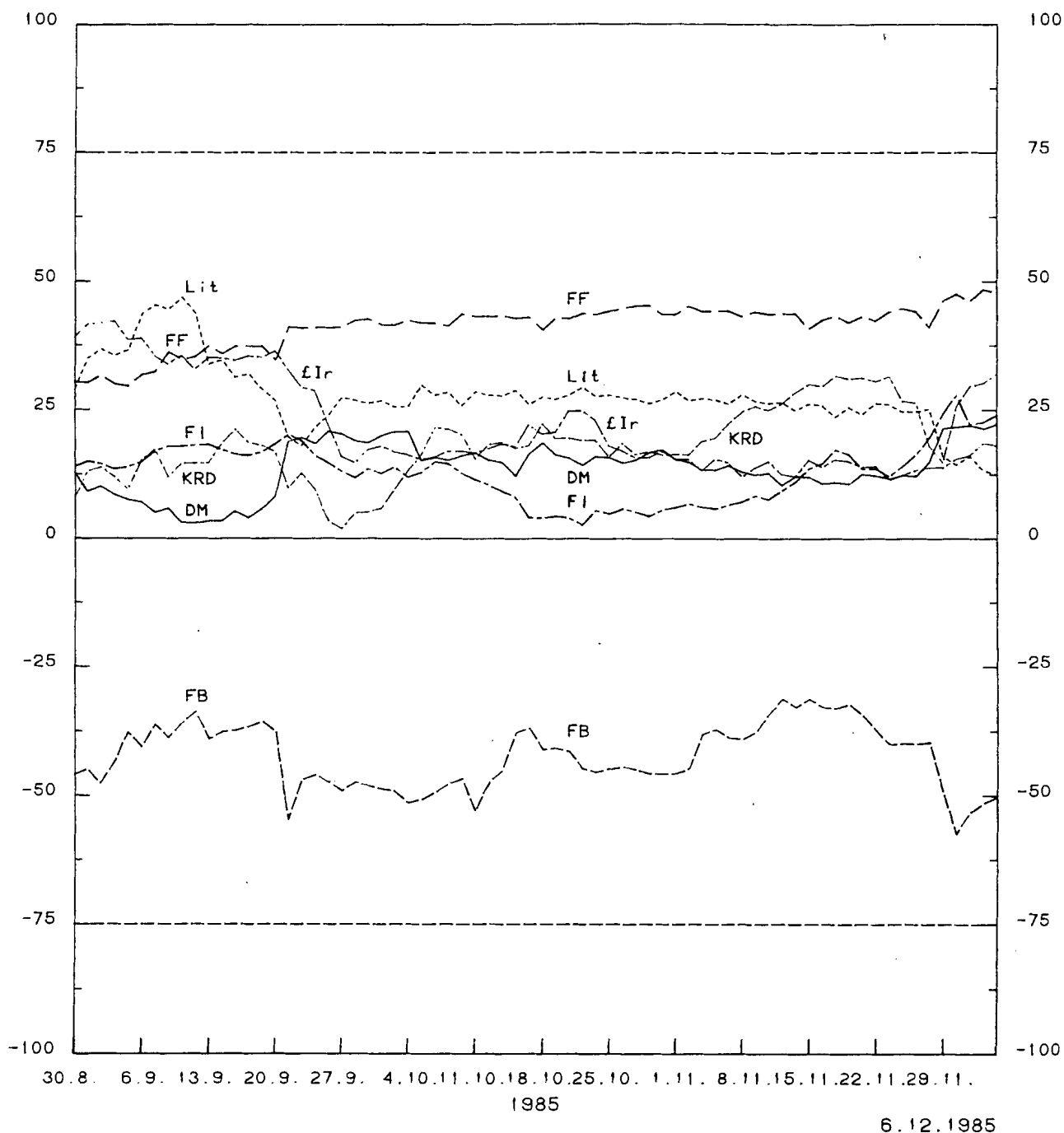
* ECU 0,82737; £ 0,68970; DR 98,8401; \$Can 1,2452; FS 2,1805;
Yen 231,75; KRS 8,0085; KRN 7,7125; cours médian des monnaies
participant au SME 0,8149. Le cours médian des monnaies participant
au SME représente la moyenne journalière des cours des deux
monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollars EU,
qui se sont éloignés le plus de leurs cours-pivots bilatéraux
actuels.

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



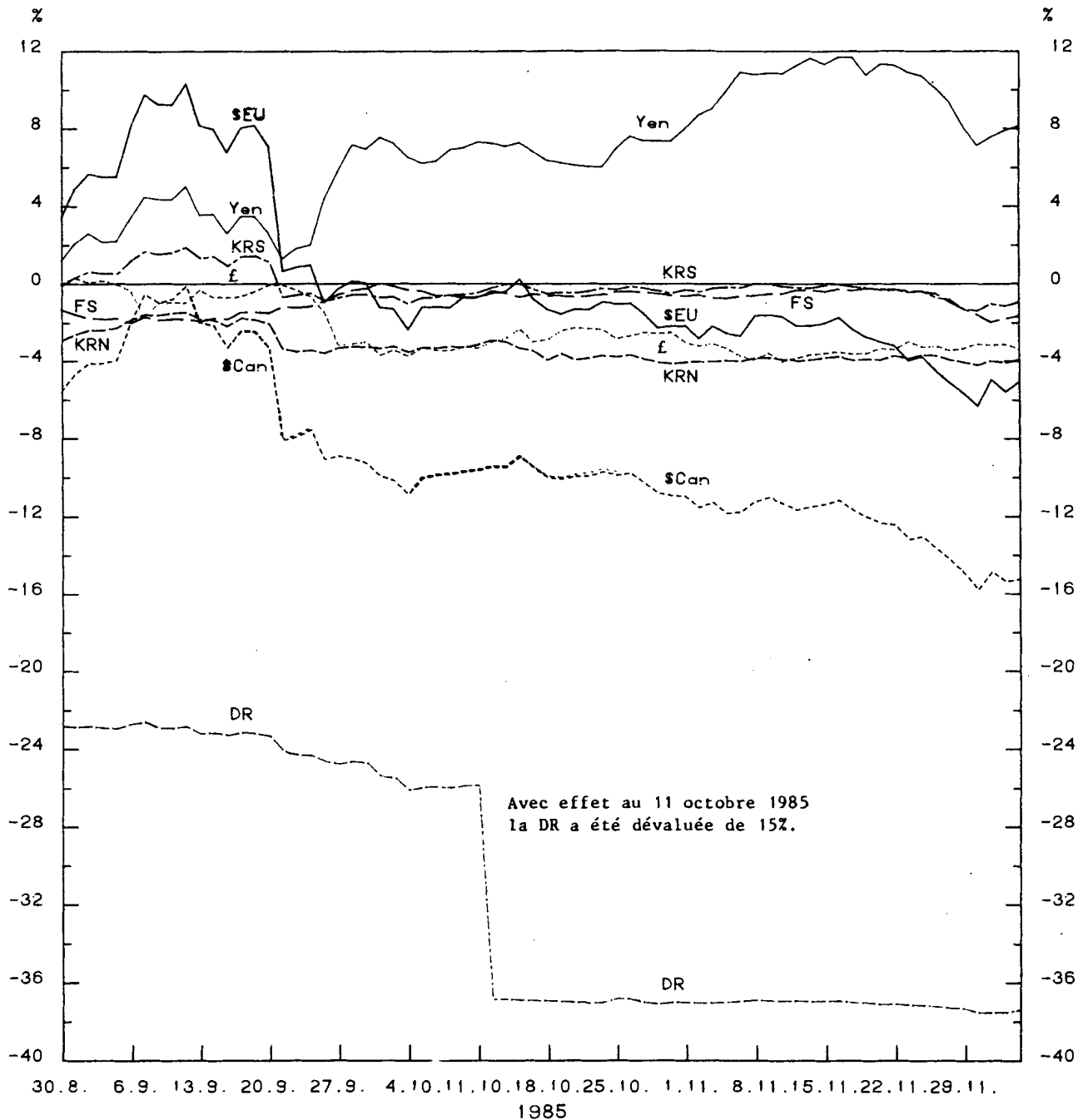
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



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

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 30 DECEMBRE 1983 *



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