

PROCES-VERBAL* DE LA 171e SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE 14 DECEMBRE 1982 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Magnifico et Micossi; 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; M. Gleske, membre du Direktorium de la Deutsche Bundesbank, accompagné par M. Kloft; le Vice-Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par M. Papanicolaou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par M. Breen; M. Szász, Directeur à la Nederlandsche Bank, accompagné par M. de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Padoa-Schioppa, Kees et Mingasson; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assistant, en outre, MM. Dalgaard et Raymond, Présidents des 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. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 170e séance

Le procès-verbal de la 170e séance, tenue le 9 novembre 1982, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 11 janvier 1983, présentant par rapport au projet quelques 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 1982,
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

M. Dalgaard résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal. En outre, il présente les nouveaux tableaux sur les interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation et sur les mouvements des réserves brutes de ces banques centrales. Ces tableaux, qui ont été conçus par le groupe d'experts et approuvés par les Suppléants, ont pour but de présenter, d'une façon logique et plus précise, les données échangées entre les banques centrales et rassemblées par le Secrétariat du Comité.

M. Dini indique que les Suppléants considèrent que la nouvelle série de tableaux donne une bonne image de l'évolution des interventions sur les marchés des changes et constitue donc une amélioration appréciable. Les questions de fond discutées par les Suppléants ont porté sur les politiques monétaires et les résultats de cette discussion seront présentés aux Gouverneurs lors de l'échange de vues sur le point III de l'ordre du jour.

Le Président remercie le groupe d'experts de son travail tout en soulignant que le contenu très détaillé des nouveaux tableaux doit renforcer leur caractère confidentiel.

M. Richardson présente quelques commentaires sur le déclin du taux de change effectif de la livre sterling, qui s'est produit à partir de la mi-novembre, après une période de stabilité remarquable depuis juillet 1981. Ce déclin a été dû à plusieurs facteurs, en particulier:

- l'érosion de l'excédent en compte courant et la prévision publiée par le Trésor d'un compte courant équilibré en 1983,
- le fléchissement du prix du pétrole,
- l'impression du marché que les autorités elles-mêmes se féliciteraient d'un certain tassement du cours de change en vue d'améliorer la position concurrentielle de l'économie britannique (les indications fournies par certains hauts fonctionnaires ont alimenté cette impression).

La hausse récente des taux du marché monétaire au Royaume-Uni et le relèvement consécutif du "base rate" des "clearing banks" ont représenté une réaction spontanée du marché, réaction qui a été cependant sanctionnée par un relèvement du taux d'intervention de la Bank of England. Par la suite, la situation sur les marchés des changes s'est stabilisée et la pression à la hausse sur les taux du marché monétaire s'est amenuisée. En outre, l'expansion monétaire se situe nettement à l'intérieur de la fourchette adoptée par les autorités; le rythme d'accroissement observé en novembre a été assez fort, mais il s'agissait essentiellement d'un phénomène statistique dû à la sur-souscription d'émissions qui a altéré les chiffres du mois d'octobre.

M. Gleske attire l'attention du Comité sur l'évolution assez paradoxale de la relation de change entre le dollar EU et le deutsche mark. Quand la Deutsche Bundesbank a décidé de baisser ses taux directeurs d'un point, c'est-à-dire plus que les marchés attendaient, elle est effectivement partie de l'hypothèse d'un raffermissement du dollar EU à Francfort. Or, le dollar s'est au contraire fortement affaibli pour effleurer à certains moments le cours de 2,40 DM. Cette évolution paradoxale a été attribuée à la perspective que la Fédérale suive la baisse des taux d'intérêt allemands mais ce facteur n'est qu'une explication partielle. L'affaiblissement du dollar EU paraît également dû aux évolutions réelles et anticipées du compte courant américain et des finances publiques, évolutions qui ont amené les investisseurs à dénouer leurs investissements en dollars EU et à se porter davantage vers d'autres monnaies, notamment le deutsche mark. L'évolution récente montre que les mouvements de change obéissent souvent à des considérations autres que les variations des taux d'intérêt.

Le Président fait remarquer que la situation de la lire italienne a nécessité des interventions de soutien importantes. Fin novembre, la situation s'est cependant détendue, les interventions ayant été très modestes jusqu'au 13 décembre. La stabilisation a été notamment due à l'accroissement du différentiel de taux d'intérêt en faveur de l'Italie; en effet, contrairement à la décrue assez générale des taux à l'étranger, les taux en Italie, notamment le rendement sur les bons du Trésor, se sont inscrits en hausse.

M. de la Genière souligne que l'affaiblissement du dollar EU en novembre a relancé, avec un décalage de quelques jours, la pression à la baisse sur le franc français qui a dû être soutenu par des interventions importantes. Les mouvements du cours du dollar EU au début de décembre ont eu pour effet que la pression a continué à s'exercer au même rythme qu'en novembre.

M. Godeaux pense que la pression sur le franc belge qui a nécessité début décembre, en une semaine, des interventions de soutien de l'ordre de 400 millions de dollars EU, ne tenait pas à la balance des paiements courants, mais plutôt à des mouvements dans les avoirs en francs belges détenus par des non-résidents. Ces mouvements ont été provoqués par les rumeurs qui circulaient sur la possibilité que le sommet de Francfort soit une occasion de modifier des taux-pivots du SME.

M. Ó Cofaigh rappelle que les interventions assez lourdes, durant la seconde quinzaine de novembre, ont reflété une demande commerciale de devises qui, en raison de la prédominance du commerce avec le Royaume-Uni, a été gonflée par suite de l'accès de faiblesse de la livre sterling. On peut espérer toutefois que, durant les mois à venir, les effets défavorables résultant de pressions liées à des "leads and lags" seront compensés par un tassement de la demande de devises. Sur le plan interne, les sorties de devises ont entraîné un certain durcissement des taux d'intérêt alors qu'on s'attendait à un déclin.

Le Président conclut la discussion en remerciant M. Dalgaard de son exposé et constate l'adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE. Les mouvements des taux de change intervenus en novembre ont été plus marqués que ne pourrait le justifier l'évolution des données fondamentales. Toutefois, grâce à une bonne collaboration, les banques centrales ont réussi à amortir quelque peu ces mouvements.

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

- du Rapport No 21 établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond,
- de la série mensuelle de statistiques.

A. Exposé de M. Raymond

M. Raymond présente brièvement les lignes principales du Rapport No 21. La première idée importante tient au poids particulier des facteurs relatifs à l'économie réelle. Les pays de la CEE se trouvent dans un processus d'ajustement qui est déjà très avancé dans certains mais à peine engagé dans d'autres. L'acquis est net mais encore fragile dans le domaine de l'inflation

tandis que les résultats sont plus modestes ou même nuls sur le plan extérieur.

En échange de ces progrès modérés, l'activité est déprimée et le chômage s'est aggravé de façon préoccupante. La demande extérieure s'est affaiblie notamment par suite de la propension réduite à importer de la part des pays exportateurs de pétrole, des mesures d'austérité prises par les pays en voie de développement en raison de leur endettement externe et de l'absence d'une reprise de l'activité économique aux Etats-Unis. Dans ces conditions, les perspectives à court terme sont peu favorables.

La seconde idée importante est que, par suite de cette situation de l'économie réelle, la marge de manoeuvre des autorités est étroite. Les taux d'intérêt réels restent élevés, du fait que l'inflation a baissé davantage que les taux d'intérêt nominaux et ils pèsent lourdement sur l'économie. Un recul des taux d'intérêt apparaît donc désirable mais il rencontre des obstacles ou des limites:

- dans certains pays de la Communauté les anticipations des agents économiques en matière de prix ne se sont pas encore suffisamment stabilisées, ce qui justifie le maintien d'un contrôle strict de la quantité de monnaie ou de crédit;
- l'insuffisance des progrès réalisés dans le domaine des finances publiques peut entraîner une résistance des taux d'intérêt à long terme en dépit de la baisse du loyer de l'argent à court terme;
- l'endettement extérieur de certains pays de la Communauté les obligera à maintenir des politiques destinées à peser sur la demande interne.

Si dans l'ensemble la marge de manoeuvre est donc étroite, la seule solution raisonnable semble être dans une stratégie différenciée, les pays qui ont accompli les progrès les plus nets consentant les baisses de taux d'intérêt les plus importantes, comme cela s'est d'ailleurs déjà produit au début de décembre.

L'appartenance au Système monétaire européen a amené les pays membres à monnaie faible à des interventions importantes qui ont eu des répercussions sur les conditions monétaires internes. Les effets du SME sur les politiques monétaires ont été dans l'ensemble restreints, à l'exception de la France où une réorientation assez radicale de la politique conjoncturelle a été entreprise. Plusieurs facteurs expliquent que le SME n'ait pas exercé

de pressions plus fortes sur les politiques économiques:

- la fermeté du dollar EU qui a masqué la force intrinsèque du deutsche mark,
- un recours parfois massif à l'endettement extérieur qui a soutenu les monnaies faibles,
- le sentiment chez les opérateurs sur les marchés des changes que les ajustements de parités sont effectués plus volontiers que jadis.

En ce qui concerne la réalisation des objectifs intermédiaires de la politique monétaire, il est à noter que, depuis le début de 1982, les dépassements ont été très fréquents et importants mais, grâce à un retour à la norme dans les tout derniers mois, les objectifs devraient, en général, être respectés pour la quantité de monnaie. En revanche, les résultats ont été moins satisfaisants pour l'accroissement du crédit interne dont l'effet fortement expansif sur la création monétaire n'a été atténué que par le déficit des règlements extérieurs.

Le problème de l'endettement extérieur, qui fait l'objet de l'Annexe II et des tableaux 7 à 10, a déjà été discuté par le Comité des Gouverneurs lors de sa séance de novembre. Il n'y a rien à ajouter à cette discussion, si ce n'est de rappeler que dans certains pays la dette a atteint un tel niveau que son service tend à rendre structurel les déficits courants de ces pays. Conformément au mandat du Comité, le groupe a aménagé la présentation des tableaux 7 à 10 en vue notamment de les rendre les plus harmonisés possible. Même si des lacunes statistiques existent encore, il paraît impossible de faire davantage de progrès dans l'harmonisation des présentations nationales, au moins pour le moment.

Le Président remercie M. Raymond de son exposé et prie M. Dini de rendre compte des discussions des Suppléants.

B. Exposé de M. Dini

M. Dini indique que les discussions des Suppléants ont porté notamment sur les tensions récentes dans le SME, sur le rôle de la politique monétaire dans les pays membres pour atténuer ces tensions et sur les perspectives du Système monétaire européen. Un Suppléant a noté que des interventions massives ont été effectuées mais le mécanisme de crédit du SME n'a pas été utilisé, étant considéré apparemment plutôt comme un "ultima

ratio" que comme un élément normal du fonctionnement du Système. Ainsi, les interventions, mêmes celles aux limites, se sont faites presque exclusivement en dollars EU. Selon l'avis de ce Suppléant, le Système lui-même semble, en pratique, hors service et le fonctionnement du mécanisme de crédit devrait être revu.

Les autres Suppléants qui sont intervenus dans le débat n'ont pas partagé cet avis. Tout en admettant que le SME n'a pas fonctionné de manière satisfaisante à tous égards, ils ont souligné qu'il a joué tout de même un rôle utile pour promouvoir la convergence des politiques internes. Toutefois, ils se sont inquiétés des tensions actuelles qui pourraient être d'une nature plus sérieuse et fondamentale que celles observées dans le passé.

Dans ce contexte, certains Suppléants ont mis en doute le caractère adéquat de l'orientation actuelle de la politique monétaire poursuivie par certains pays membres où notamment l'expansion du crédit interne compense largement l'effet contractif de la balance des paiements sur la création monétaire. D'autres Suppléants ont estimé que dans les circonstances actuelles un resserrement supplémentaire de la politique monétaire, d'une part, ne serait pas efficace pour atténuer la pression sur le cours de change, d'autre part, aggraverait les problèmes internes. En effet, à leur avis, les tensions à l'intérieur du SME résultent essentiellement:

- d'un affaiblissement anticipé du dollar EU vis-à-vis du deutsche mark,
- des mouvements de capitaux contraires qui se sont produits au détriment des pays à monnaie faible en dépit de différentiels de taux d'intérêt positifs importants par rapport à l'étranger et d'une amélioration du compte courant.

Tous ces facteurs ont amené certains Suppléants à penser que les développements récents sur les marchés des changes ont été largement déterminés par des phénomènes d'attente et des facteurs psychologiques et, partant, n'appellent pas un renforcement de l'orientation de la politique monétaire.

Il a été largement reconnu que le comportement du dollar EU aura des répercussions sur les relations de change à l'intérieur du SME, et dans ce contexte l'orientation de la politique monétaire qui sera suivie aux Etats-Unis jouera un rôle important. La détérioration du compte courant des Etats-Unis, le déficit considérable du secteur public et le comportement récent des agrégats monétaires ne semblent pas procurer une marge importante pour un nouveau déclin des taux d'intérêt américains. En revanche, dans les pays européens qui sont déjà très avancés dans la voie de l'ajustement, les taux d'intérêt pourraient à nouveau, en liaison avec un mouvement parallèle des taux américains, s'inscrire en baisse, notamment, si le rythme d'inflation continuait à décroître. Au total, il se pourrait que le dollar EU s'affaiblisse progressivement et de manière modérée sans nécessairement créer de tensions excessives à l'intérieur du SME. Un Suppléant a noté que le calendrier des ajustements de taux d'intérêt des deux côtés de l'Atlantique serait également d'importance pour le développement sur les marchés des changes, ce qui souligne l'opportunité d'une meilleure coordination avec les Etats-Unis. D'autres Suppléants ont pensé qu'une baisse du cours du dollar est hautement souhaitable et que par conséquent de nouveaux reculs des taux d'intérêt américains devraient être encouragés.

En ce qui concerne le rôle des autres instruments de la politique économique générale dans le maintien de la cohésion du SME, une orientation plus expansionniste des politiques budgétaires dans les pays à monnaie forte n'a pas été considérée comme une approche opportune car elle risquerait d'avoir un effet d'éviction sur les dépenses du secteur privé, d'exercer une pression à la hausse sur les taux d'intérêt et de retarder la reprise de l'activité économique dans ces pays. Un réaligement anticipé au sein du SME, avec une réévaluation des monnaies fortes, aurait également des conséquences néfastes pour la croissance réelle dans les pays concernés.

C. Discussion du Comité

Le Président fait remarquer que les exposés de MM. Raymond et Dini ont soulevé deux séries de questions. La première porte sur les données fondamentales. L'état de l'économie réelle est préoccupant, les progrès réalisés en matière d'inflation et de balance des paiements courants sont indéniables mais parfois encore insuffisants et l'ampleur des déficits publics donne lieu à inquiétude. Dans le domaine monétaire, la baisse des taux d'intérêt dans certains pays de la Communauté doit être saluée comme un aspect positif bien que cette évolution révèle en même temps une accentuation de l'hétérogénéité des conditions monétaires à l'intérieur de la Communauté.

La seconde question touche au fait que le recours au mécanisme du SME est très modéré en dépit des besoins importants et croissants de certains pays participants. Cette évolution soulève le problème du fonctionnement technique du SME.

M. Hoffmeyer fait remarquer au sujet de la seconde question évoquée par le Président

- qu'il a plaidé depuis longtemps en faveur de l'instrument des interventions intramarginales qui s'est avéré très utile dans la stabilisation des anticipations de change, ces interventions devraient pouvoir être faites plus aisément dans les monnaies du SME et les progrès en cette matière n'ont pas été très importants;
- que, dans une phase de fermeté du dollar, l'utilisation de celui-ci en tant que monnaie d'intervention est tout à fait logique et probablement plus efficace;
- que le SME a sans aucun doute exercé des effets disciplinaires, au moins dans le cas du Danemark. L'appartenance de ce pays au système a largement conditionné les options prises par les autorités en faveur de l'ajustement et du maintien du cours-pivot de la couronne danoise, malgré la dévaluation de la couronne suédoise.

Se référant à la deuxième remarque de M. Hoffmeyer, le Président observe que, dans l'hypothèse où l'accès de faiblesse récent du dollar se prolongerait, son utilisation comme monnaie d'intervention pourrait soulever certains problèmes et être critiquable.

M. de la Genière souligne l'utilité de l'instrument des interventions intramarginales que la Banque de France emploie, abondamment et fréquemment depuis de nombreux mois, pour faire face à une situation caractérisée par de forts déséquilibres interne et externe. En effet, dans une telle situation, les facteurs psychologiques sont particulièrement déterminants pour l'évolution sur les marchés des changes et, par conséquent, une détérioration de la position du franc à l'intérieur de la marge tend à provoquer un effet d'accélération sur les mouvements des capitaux et partant une aggravation de la position de la monnaie française. Si les facteurs fondamentaux de l'économie française étaient meilleurs, il y aurait beaucoup moins d'inconvénients à laisser le franc fluctuer à l'intérieur de la marge.

Le choix pour les interventions entre le dollar et les monnaies communautaires dépend des disponibilités en ces dernières et du consentement de l'institut d'émission concerné. La bonne coopération avec la Deutsche Bundesbank a permis à la Banque de France d'intervenir fréquemment et pour des montants substantiels en deutsche marks. Néanmoins, les possibilités étant limitées, les autorités françaises doivent aussi intervenir en dollars. Jusqu'à un passé récent, ces interventions ont été compatibles avec la situation fondamentale de la devise américaine.

L'appartenance au SME constitue un puissant stimulant, pour les autorités françaises, de redresser dans la politique économique nationale les éléments qui sont susceptibles de porter atteinte à la bonne tenue du franc sur les marchés des changes; elle est donc de nature à promouvoir plus de sagesse dans la gestion économique. De surcroît, le SME est un facteur de stabilisation dans le cadre du système monétaire et financier international et, même s'il n'est pas suffisant pour stabiliser ce dernier, il contribue à en atténuer les remous.

M. Lamfalussy pense, comme M. Raymond, que la facilité avec laquelle nombre de pays ont pu emprunter sur les marchés étrangers et internationaux a tendu à réduire la contrainte exercée par le SME. L'endettement extérieur de certains pays européens mérite également l'attention à un autre titre. La capacité d'emprunt des pays européens, comme peut-être celle des pays asiatiques, n'est pas encore touchée par les problèmes actuels du système bancaire international, mais l'expérience récente a montré que les banques internationales peuvent changer rapidement leur politique de crédit. Compte tenu de cette expérience, des difficultés qu'éprouvent les banques en général

et de la prudence accrue de celles-ci dans l'octroi des crédits, il serait utile d'examiner et d'analyser soigneusement les chiffres présentés dans les tableaux annexés au Rapport No 21. Il conviendrait de regarder de très près, d'une part, le rapport entre l'endettement extérieur brut et les actifs sur l'étranger, d'autre part, l'évolution de l'échéancier. Ce dernier aspect ne doit pas être négligé car, par exemple, les difficultés actuelles de certains pays sud-américains ont pour origine la structure de l'échéancier plutôt que l'ampleur de la dette externe globale.

M. Gleske est d'avis que les interventions intramarginales sont très utiles et qu'elles ont d'ailleurs été largement pratiquées par les banques centrales du SME. Leur financement par un recours aux mécanismes de crédit du SME n'entraînerait probablement pas un effet de discipline supplémentaire pour les pays déficitaires. En revanche, l'utilisation du financement à très court terme ou du soutien monétaire à court terme signifierait une création de monnaie de banque centrale dans le pays émettant la monnaie d'intervention, création qui a des conséquences pour la politique monétaire interne de ce pays. Dans la mesure où les interventions intramarginales ont été compatibles avec la politique monétaire en Allemagne, la Bundesbank a toujours été prête à fournir sa monnaie à ses partenaires du SME; de surcroît, elle a permis à ceux-ci d'accumuler des avoirs en deutsche marks bien au-delà des montants qui peuvent être considérés comme des fonds de roulement. Le mode de financement actuel, c'est-à-dire essentiellement par des emprunts sur les marchés étrangers et internationaux, constitue peut-être le moindre mal. De toute façon, un véritable redressement de la situation ne pourrait être atteint que par une meilleure convergence des données fondamentales.

Au sujet de l'endettement extérieur, M. Gleske souligne que, de 1979 à 1981, les déficits de la balance des paiements courants allemande ont atteint un chiffre global de 55 milliards de deutsche marks; cette évolution s'est répercutée également sur les recettes nettes d'intérêt qui ont diminué de 8,3 milliards de deutsche marks en 1979 à 2,7 milliards en 1981. Au cours du premier semestre de 1982, les recettes et les dépenses d'intérêt se sont soldées par un déficit de 3 milliards de deutsche marks, montant qui n'est cependant pas nécessairement représentatif de l'évolution de toute l'année 1982. Ces chiffres suggèrent l'ampleur du fardeau qui pourrait résulter d'un endettement extérieur trop prolongé et la nécessité de procéder à l'ajustement le plus rapidement possible.

M. Padoa-Schioppa estime que les discussions des Suppléants hier et des Gouverneurs aujourd'hui se révèlent plus positives à l'égard du SME que le Rapport No 21. Il conviendrait donc d'en tenir compte et de modifier quelque peu certains passages de ce rapport avant de le diffuser en dehors du cercle des banques centrales. M. Padoa-Schioppa souligne l'intérêt d'examiner à nouveau l'usage des monnaies communautaires pour les interventions intramarginales, car la Communauté, dans son ensemble, pourrait être bientôt en équilibre vis-à-vis de l'extérieur et les déséquilibres qui subsisteraient seraient essentiellement intracommunautaires.

M. Szász revient aussi sur la question des interventions intramarginales. Celles-ci peuvent être un instrument utile, notamment en évitant de donner l'impression que le pays déficitaire - sa monnaie tombant au plancher - est véritablement le dos au mur. Toutefois, toutes les interventions, qu'elles soient faites ou pas à l'intérieur des marges, sont conduites à provoquer des spéculations si elles se prolongent trop longtemps. Le marché commence, en effet, à se demander dans quelle mesure le pays déficitaire pourra continuer à perdre des réserves ou à accroître son endettement. Si les interventions ont lieu en monnaies communautaires, le marché se demandera, en outre, pour combien de temps le pays excédentaire acceptera cette situation avant de demander un réalignement. En conséquence, les interventions intramarginales ne sont utiles que pour autant qu'elles visent clairement à minimiser le volume d'interventions. Dans une situation de spéculation, cela ne peut être le cas que si l'expansion du crédit interne ne compense pas entièrement les sorties de capitaux et si la banque centrale fournit aux banques les liquidités nécessaires à des taux d'intérêt fortement relevés. Si ces conditions ne sont pas remplies, les interventions intramarginales ne font que reporter les problèmes sans les réduire. M. Szász conclut en considérant que, dans le passé, le Comité a peut-être consacré trop de temps à la question de savoir si les interventions intramarginales devraient être automatiques et comment elles devraient être financées et trop peu de temps à la mise au point d'une philosophie commune sur les interventions.

M. Hoffmeyer fait observer que son attitude positive à l'égard des interventions intramarginales est fondée sur l'hypothèse, mentionnée par M. Szász, que de telles interventions réduisent autant que faire se peut le total des interventions nécessaires.

M. O Cofaigh se rallie à ceux qui ont trouvé que le Rapport No 21 avait une tonalité un peu trop critique à l'égard du SME; ce dernier n'a pas démerité mais l'appui politique lui a fait quelque peu défaut. La Central Bank of Ireland n'a pas été amenée à recourir au mécanisme de crédit communautaire pour financer ses interventions du fait qu'elle disposait de ressources provenant du produit des emprunts extérieurs du gouvernement; en outre, pour des raisons techniques et pratiques, elle utilise largement le dollar et la livre sterling comme monnaies d'intervention. En ce qui concerne le déficit des comptes courants, l'Irlande a réussi à le modérer sensiblement depuis une douzaine de mois; toutefois, étant donné que les paiements d'intérêts représentent près de la moitié de ce déficit, une décrue des taux d'intérêt dans tous les pays qui peuvent se le permettre serait bénéfique et très appréciée par l'Irlande.

Le Président conclut la discussion du Comité par les quelques remarques ci-après:

- comme M. Raymond l'a rappelé, le Rapport No 21 pourra être légèrement modifié, notamment pour ce qui est des passages relatifs au SME, en suivant la procédure écrite habituelle qui précède la transmission au Comité monétaire;
- les interventions intramarginales en monnaies du SME et leur financement sont apparus comme un sujet de grande importance, dont l'actualité pourrait même s'accentuer avec une situation des balances des paiements au sein de la CEE fortement hétérogène; ce sujet pourrait retenir l'attention du Comité au cours de prochaines séances et il pourrait faire l'objet de réflexions préparatoires par les Suppléants;
- le montant actuel de l'endettement extérieur dans certains pays de la CEE et l'échéancier parfois très contraignant devraient amener ces pays à faire preuve de prudence et à tenir compte de l'avertissement de M. Lamfalussy sur l'évolution possible de l'attitude des banques internationales.

IV. Prorogation du mécanisme de swaps renouvelables du SME

M. Dini indique que les Suppléants ont marqué leur accord sur la note du Secrétariat en date du 9 décembre 1982 et proposent donc aux Gouverneurs de formaliser leur décision concernant la prorogation du mécanisme de swaps renouvelables du SME.

Le Président constate l'accord des Gouverneurs sur ces propositions, c'est-à-dire:

- l'inscription au procès-verbal du texte suivant "En vue d'assurer la continuation du mécanisme de swaps renouvelables du Système monétaire européen au-delà du 13 mars 1983, échéance stipulée dans la décision des Gouverneurs du 9 décembre 1980 pour ce mécanisme, les Gouverneurs décident, en application de l'article 20.1 de l'Accord du 13 mars 1979, fixant entre les banques centrales de la CEE les modalités de fonctionnement du SME:
 - que les crédits croisés d'or et dollars contre Ecus visés à l'article 17, paragraphe 3 du même Accord ne seront pas dénoués au 13 mars 1983,
 - que le mécanisme de ces crédits croisés est reconduit pour une nouvelle période de deux ans au terme de laquelle, et sauf décision contraire prise à l'unanimité, les crédits croisés d'or et dollars contre Ecus seront dénoués. Durant cette période, c'est-à-dire jusqu'au 13 mars 1985, ce mécanisme restera soumis aux mêmes dispositions de l'Accord du 13 mars 1979, étant entendu, toutefois, que dans la mesure où le passage à la phase institutionnelle du SME interviendra avant le 13 mars 1985, les Gouverneurs pourront, par une décision prise à l'unanimité, réduire cette période et modifier le mécanisme."
 - l'envoi au Président du Conseil ECOFIN de la lettre dans le texte qui a été annexé à la note du Secrétariat.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Informations sur les récentes réunions internationales de Francfort (Groupe des Cinq) et de Paris (Suppléants du Groupe des Dix)

Le Président invite M. Richardson et M. Dini à dire quelques mots sur ces réunions.

M. Richardson présente quelques indications résumées ci-après. Le Groupe des Cinq ne se réunit que sur un plan purement informel en vue de discuter, de s'informer mutuellement, mais pas de décider. La réunion de Francfort a correspondu à ce cadre et le débat a été centré sur les questions du FMI. Les divergences semblent se réduire, notamment sur les points les plus importants, à savoir:

- l'ampleur du Fonds: 85 à 100 milliards de DTS,
- les facilités d'emprunt spécial qui reposeraient sur les Accords Généraux d'Emprunt et atteindraient 15 à 20 milliards de DTS; l'activation de ces facilités fonctionnerait selon le schéma actuel des AGE, ce qui signifierait en particulier le maintien du cercle présent des participants avec la possibilité d'arrangements parallèles avec certains pays.

D'autres questions ont également été évoquées telles que:

- les parts dans l'augmentation générale des quotes-parts (cette question devrait être tranchée au prochain Comité Intérimaire),
- l'accès aux ressources du FMI,
- le financement compensatoire,
- la rémunération,
- la souscription des quotes-parts.

Pour la plupart de ces questions, il a été reconnu que des discussions supplémentaires doivent avoir lieu au Conseil d'administration du FMI ou au Groupe des Dix.

Enfin, "l'initiative Regan" en matière de système monétaire international n'a pratiquement pas été discutée faute de temps.

M. Dini fournit quelques informations sur la réunion des Suppléants du Groupe des Dix qui sont résumées ci-après. Les Suppléants ont discuté essentiellement la question de l'élargissement des Accords Généraux d'Emprunt. Ceux-ci pourraient passer de 6,4 à 15-20 milliards de DTS et leur répartition entre les participants devrait refléter la situation économique générale des pays intéressés. L'accès aux ressources des AGE serait fondé sur l'impécuniosité du FMI (celui-ci ne pouvant pas répondre aux demandes de concours conditionnel) et la nature des problèmes de balance des paiements des pays demandeurs ainsi que les répercussions possibles de ces problèmes sur le système monétaire et financier international.

Les conclusions des Suppléants du Groupe des Dix ont été regroupées dans un memorandum que M. Dini a transmis à M. de Larosière et qui pourrait servir de base à la prochaine réunion du Conseil d'administration du FMI.

M. Lamfalussy observe que, même élargis, les AGE ne pourront être utilisés qu'en suivant les procédures et la conditionnalité du FMI et que par conséquent ils ne correspondront pas du tout à l'idée d'un fonds pour cas

d'urgence lancée à Toronto (M. Regan semble d'ailleurs s'être plaint de la manière ponctuelle, ou du coup par coup, qui a été appliquée depuis plusieurs mois).

M. Richardson exprime son opinion tout à fait personnelle au sujet de ce fonds ou institution à décaissement rapide. Il estime qu'en permettant au FMI de fournir d'urgence un concours préconditionnel, on hypothéquerait dangereusement la négociation pour le financement conditionnel qui doit intervenir de toute manière après coup. La méthode actuelle n'est peut-être pas très rationnelle et n'a pas que des avantages, mais elle comporte un élément d'auto-discipline salutaire.

M. de la Genière ajoute les quelques éléments suivants. Les préoccupations de M. Regan semblent se situer à trois niveaux:

- renforcement de la coordination des politiques monétaires et économiques,
- mise en place d'un mécanisme d'alerte rapide,
- possibilité d'établir un mécanisme d'intervention financière rapide.

Ces considérations ne sont ni très originales, ni très concrètes. En effet, la coordination est probablement la condition fondamentale de la stabilisation du système monétaire international mais les progrès dans ce domaine ont été très limités durant les dernières années et ils le resteront certainement encore. L'alerte prématurée ne semble pas nécessaire car les difficultés sont en général bien connues; le problème principal reste de pouvoir convaincre les pays en cause d'agir à temps; un mécanisme d'alerte ne changerait certainement pas grand chose.

En ce qui concerne le mécanisme d'intervention financière rapide, M. de la Genière partage les observations faites par M. Richardson. Un tel mécanisme risque de retarder encore la prise de conscience nationale des problèmes. La méthode actuelle est probablement l'expression de la plus grande sagesse: cela n'exclut pas cependant des progrès qui pourraient être réalisés dans des contacts plus étroits entre le FMI, la BRI, les Gouvernements et les banques centrales, le FMI devant rester le centre de toutes ces opérations de réaménagement et de sauvetage et des programmes de redressement.

Le Président remercie MM. Richardson, de la Genière et Dini pour les informations qu'ils ont présentées au Comité.

* * *

Le Président indique qu'arrivé à la fin de son mandat il tient à remercier vivement tous ses collègues et leurs collaborateurs pour leur contribution et le soutien qu'ils ont apportés au Président du Comité; il rend aussi un hommage particulier au Secrétariat dont l'efficacité est désormais proverbiale et il conclut en présentant ses meilleurs voeux d'excellent travail et de succès à son successeur, M. de la Genière.

M. de la Genière indique que c'est avec beaucoup de plaisir que, au nom de tout le Comité, il remercie M. Ciampi pour l'année de présidence qu'il vient d'exercer; il le félicite pour la manière dont il a dirigé le Comité et il compte qu'en 1983, M. Ciampi, la communauté des anciens Présidents du Comité et tous les Gouverneurs lui apporteront le soutien nécessaire pour remplir ses nouvelles fonctions.

Le Président remercie M. de la Genière; il rappelle que la fonction de Président, qui attend tous les Gouverneurs, les uns après les autres, est grandement facilitée par les rapports éminemment amicaux qui marquent le travail du Comité.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 11 janvier 1983, à 10 heures.

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

NOVEMBRE 1982

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation* ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de novembre et les premiers jours de décembre 1982.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

L'évolution des cours de change durant le mois de novembre a été caractérisée par des mouvements importants, traduisant pour l'essentiel l'incertitude régnant sur la plupart des marchés.

Les principaux développements peuvent se résumer de la façon suivante:

- le dollar EU, qui s'est apprécié durant la majeure partie de 1982, a continué de se raffermir par rapport à la plupart des monnaies durant la première quinzaine de novembre, mais a fléchi notablement au cours de la seconde moitié;
- au sein du SME, toutes les monnaies, à l'exception du franc belge, se sont regroupées dans la moitié supérieure de la bande;
- la livre sterling, qui s'était montrée relativement stable depuis un certain temps, s'est sensiblement affaiblie vers le milieu du mois, pour terminer la période nettement en recul par rapport à la plupart des monnaies;

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

- le yen japonais, qui avait été relativement faible au cours des derniers mois, s'est fortement raffermi pendant la seconde moitié de novembre.

Le dollar EU s'est apprécié par rapport à la plupart des monnaies au cours de la première quinzaine de novembre, atteignant des niveaux inégalés depuis plusieurs années à l'égard de la plupart des monnaies. Vers la mi-novembre cependant, il s'est sensiblement affaibli et a, dans l'ensemble, continué de fléchir régulièrement durant le reste du mois. Le changement d'opinion du marché à l'égard du dollar a été attribué à divers éléments, parmi lesquels les préoccupations croissantes suscitées par la détérioration de la balance des paiements des Etats-Unis - préoccupations qui ont été renforcées par les prévisions officielles d'une dégradation sensible des balances commerciales et courantes pour 1982 et 1983. La baisse du dollar s'est trouvée quelque peu amplifiée par la détente des taux d'intérêt aux Etats-Unis en prévision d'une réduction du taux d'escompte. Le 19 novembre, la Réserve Fédérale a abaissé de 1/2% le taux d'escompte, qui est passé à 9%. Sur l'ensemble du mois, la dépréciation moyenne du dollar EU par rapport aux monnaies du SME a été de 2,7%, tandis que la baisse à l'égard du yen japonais et du franc suisse est ressortie à 9,2% et 3,6% respectivement. En revanche, le dollar s'est raffermi de 3,8% et 1,2% respectivement par rapport à la livre sterling et au dollar canadien.

Au sein du SME, un mouvement général vers le haut de la bande, dont le sommet était occupé par le florin, a concerné toutes les monnaies sauf le franc belge qui est resté isolé au bas de la bande. Ce mouvement a été mené par l'appréciation du deutsche mark, mais, pour quelques monnaies, en particulier le franc français et la lire italienne, ce raffermissement a résulté seulement des importantes interventions de soutien. Bien que l'écart moyen entre le florin et le franc belge ait avoisiné ou atteint quelquefois la largeur maximale de la bande durant la majeure partie du mois, les interventions ont eu lieu principalement à l'intérieur des marges.

Le deutsche mark est resté stable dans la partie inférieure de la bande du SME pendant les deux premières semaines de novembre. Comme la plupart des monnaies, il s'est déprécié par rapport au dollar EU au

cours de cette période, atteignant le 11 novembre son niveau le plus bas depuis 6 ans. Toutefois, à partir de la mi-novembre, le dollar s'est affaibli, ce qui a entraîné une avance importante du deutsche mark à l'intérieur de la bande du SME, avance qui avait atteint 1,5% à la fin de novembre et avait porté le mark à moins de 0,5% au-dessous du florin.

Par suite de l'évolution favorable de la balance commerciale, le florin a continué d'être la monnaie la plus forte du SME durant le mois de novembre et s'est tenu généralement à plus de 2% au-dessus du franc belge, monnaie la plus faible du système. Le 5 novembre, la Nederlandsche Bank a abaissé de 1/2% son taux d'escompte et son taux lombard, qui ont ainsi été ramenés à 5,5% et 6% respectivement. Le florin a atteint sa limite d'intervention à l'égard du franc belge vers la mi-novembre et à nouveau vers la fin de novembre, mais le montant des interventions a été relativement faible.

La couronne danoise s'est appréciée au sein du SME tout au long du mois, sous l'effet du reflux de devises qui s'est produit après les pressions spéculatives de septembre et d'octobre. A la fin de novembre, elle occupait la deuxième position dans le système juste au-dessous du florin. La Danmarks Nationalbank a effectué des achats modérés de devises au cours du mois et a réduit de 1%, le 30 novembre, son taux d'escompte à 10%, en tenant compte de la stabilisation sur les marchés des changes et de la tendance à la baisse des taux d'intérêt internationaux.

Le franc français est passé également dans la partie supérieure de la bande au cours du mois de novembre. Cependant, la Banque de France est intervenue en vendant des dollars pour des montants importants, particulièrement durant la seconde quinzaine du mois.

La lire italienne et la livre irlandaise se sont déplacées vers le haut de la bande du SME, tout en s'affaiblissant vis-à-vis de certaines monnaies du système. La Banca d'Italia est intervenue très activement pour soutenir la lire, et la Central Bank of Ireland a également procédé à des ventes assez importantes de devises.

Tout au long du mois, le franc belge est demeuré au plancher de la bande étroite. Suivant en cela la tendance générale des taux d'intérêt internationaux, la Banque Nationale de Belgique a réduit de

1/2%, le 12 novembre, à 11,5% et 12,5% respectivement son taux d'escompte et son taux lombard. La Banque Nationale de Belgique est intervenue régulièrement pour soutenir la monnaie.

La drachme grecque s'est appréciée de 2,1% par rapport au dollar EU au cours de la période sous revue, alors qu'elle a peu varié par rapport à l'Ecu.

La livre sterling est demeurée assez stable durant la première quinzaine de novembre, bien que, comme de nombreuses autres monnaies, elle ait fléchi par rapport au dollar. Vers la mi-novembre, elle s'est fortement dépréciée, atteignant peu après son niveau le plus bas depuis six années vis-à-vis de la monnaie américaine. Les facteurs ayant influencé la baisse de la livre sterling ont été les commentaires grandissant à l'égard d'une surévaluation de la livre, les anticipations d'une réduction des taux d'intérêt au Royaume-Uni et la baisse des prix du pétrole, ainsi que la disparition escomptée de l'excédent en compte courant en 1983. La Bank of England a procédé à des interventions assez substantielles pour atténuer la baisse de la monnaie. En réaction à l'affaiblissement notable de la livre sterling, les taux du marché monétaire de Londres se sont tendus, les taux de base de la plupart des "clearing banks" ont été relevés de 1%, tout comme les taux d'intervention de la Bank of England. Ces développements qui ont surpris les marchés ont arrêté l'évolution en baisse de la monnaie britannique et permis de stabiliser la monnaie au cours des derniers jours de novembre. La livre sterling a perdu au cours du mois 6,2% en moyenne par rapport aux monnaies du SME et 3,6% par rapport au dollar EU. De ce fait, l'indice pondéré en fonction des échanges commerciaux a baissé de 6,3% au cours de la période sous revue, pour s'établir à 86,7.

Le yen japonais a été assez faible en début de mois par rapport au dollar EU, atteignant le 4 novembre son niveau le plus bas depuis cinq ans. Au fil des jours cependant, la confiance dans la monnaie s'est renforcée, par suite de l'évolution favorable sur les plans politique et économique. L'affaiblissement du dollar EU et le rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt en faveur de cette monnaie a procuré un stimulant supplémentaire au yen et, à la fin de novembre, celui-ci s'était renforcé de 10% par rapport au dollar. Les ventes de dollars

que la Banque du Japon a effectuées lorsque le yen a commencé de s'apprécier ont également contribué au mouvement vers le haut de la monnaie japonaise.

Le franc suisse s'est renforcé à l'égard du dollar EU à partir de la mi-novembre. Sur l'ensemble du mois, il s'est apprécié de 3,7% mais est resté assez stable par rapport à la plupart des monnaies européennes.

Sur l'ensemble du mois, la couronne norvégienne et la couronne suédoise se sont également raffermies par rapport au dollar EU, bien que dans le cas de la monnaie suédoise l'appréciation ait été assez faible. En conséquence, la couronne norvégienne s'est appréciée légèrement par rapport aux monnaies du SME et la couronne suédoise a affiché une tendance plus faible. Elle s'est en effet dépréciée de quelque 1,6% par rapport à l'Ecu, et la Sveriges Riksbank est intervenue assez activement tout au long du mois pour soutenir la monnaie.

Après s'être légèrement apprécié par rapport au dollar EU au cours du mois d'octobre, le dollar canadien s'est fortement affaibli en novembre sous l'effet de pressions spéculatives et d'un changement au détriment de la monnaie nationale dans l'activité commerciale nette. A la fin du mois, celle-ci avait fléchi de 1,2% par rapport au dollar EU.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS EU

Les interventions en dollars EU ont atteint, en novembre, \$EU 4,3 milliards de ventes nettes, se décomposant en \$EU 1,4 milliards d'achats bruts et \$EU 5,7 milliards de ventes brutes. Les chiffres correspondants pour octobre avaient été \$EU 4,1 milliards de ventes nettes, réparties entre \$EU 3,0 milliards d'achats bruts et \$EU 7,1 milliards de ventes brutes. La Banque de France et la Banca d'Italia ont été les plus gros vendeurs au cours du mois. Cependant, la Banque du Japon, la Sveriges Riksbank et la Bank of England ont également procédé à des ventes substantielles de dollars, tandis que des cessions nettes moins importantes de dollars ont été effectuées par la Banque du Canada et la Central Bank of Ireland. La Danmarks Nationalbank et la Norges Bank ont été acheteurs nets au cours de la période sous revue.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Les interventions brutes en monnaies communautaires ont porté sur une contre-valeur de \$EU 0,9 milliard au cours du mois. Elles ont consisté, pour près de 75%, en achats et ventes de francs français contre deutsche marks et en ventes de couronnes danoises contre deutsche marks. Le reliquat a représenté presque exclusivement des achats de francs belges contre florins, dont un faible montant a été effectué aux limites d'interventions bilatérales.

* * *

Le début de décembre a été marqué par la poursuite de l'évolution tendancielle observée en novembre, le dollar EU et la livre sterling continuant à s'affaiblir par rapport aux autres monnaies et le yen japonais à s'améliorer. La livre sterling n'a que peu varié vis-à-vis du dollar EU.

Au sein du SME, la position des monnaies des pays membres n'a pas subi de variations importantes, à l'exception de la livre irlandaise, qui est brusquement tombée dans la moitié inférieure de la bande, et a dû être fortement soutenue par la Central Bank of Ireland. Des interventions substantielles ont été effectuées par la Banque de France pour soutenir la position de sa monnaie, tandis que la Nederlandsche Bank et la Banque Nationale de Belgique sont également intervenues pour des montants importants aux limites bilatérales.

Le franc suisse s'est sensiblement apprécié à l'égard de toutes les monnaies autres que le yen japonais, et le dollar canadien s'est quelque peu raffermi par rapport au dollar EU.

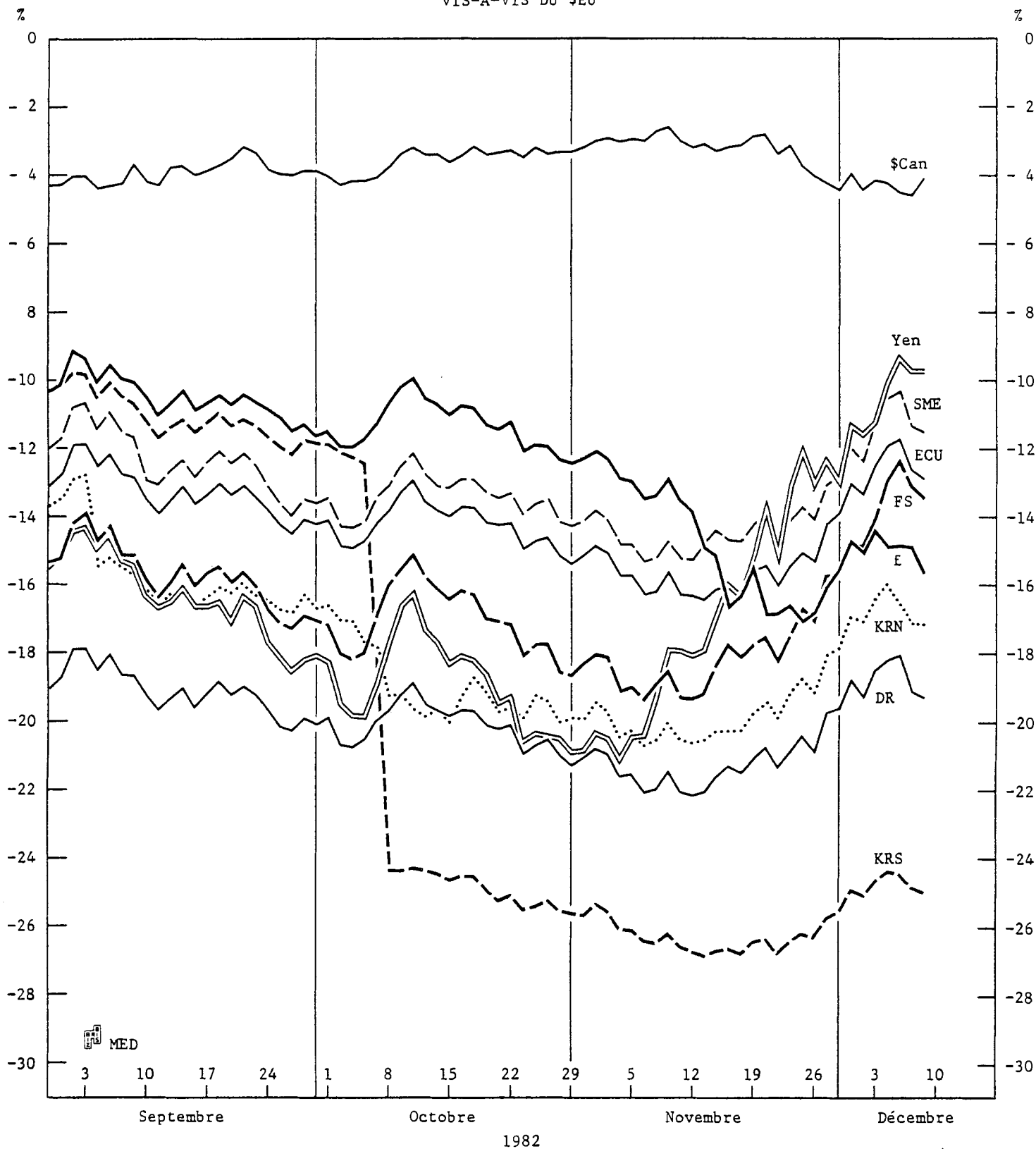
Un certain nombre de banques centrales européennes ont réduit leurs taux d'intérêt directeurs pendant la période sous revue. Avec effet au 3 décembre, la Deutsche Bundesbank a abaissé son taux d'escompte et son taux lombard de 1%, les ramenant respectivement à 5% et à 6%, la Banque Nationale Suisse a réduit de 1/2% son taux d'escompte et son taux lombard, qui sont passés à 4 1/2% et à 6% respectivement, et la Nederlandsche Bank a abaissé ses taux débiteurs de 1/2%, à 5% et à 5 1/2%.

Des ventes de dollars EU, pour un total d'environ \$1,6 milliard, ont été effectuées principalement par la Banque de France et par la Bank of England pour soutenir leur monnaie. Les achats de dollars ont atteint \$0,4 milliard et ont été effectués par la Norges Bank et par la Banque du Canada.

Les interventions en monnaies du SME se sont élevées au total à l'équivalent de \$0,4 milliard et ont consisté pour l'essentiel en achats de francs belges contre florins aux limites bilatérales.

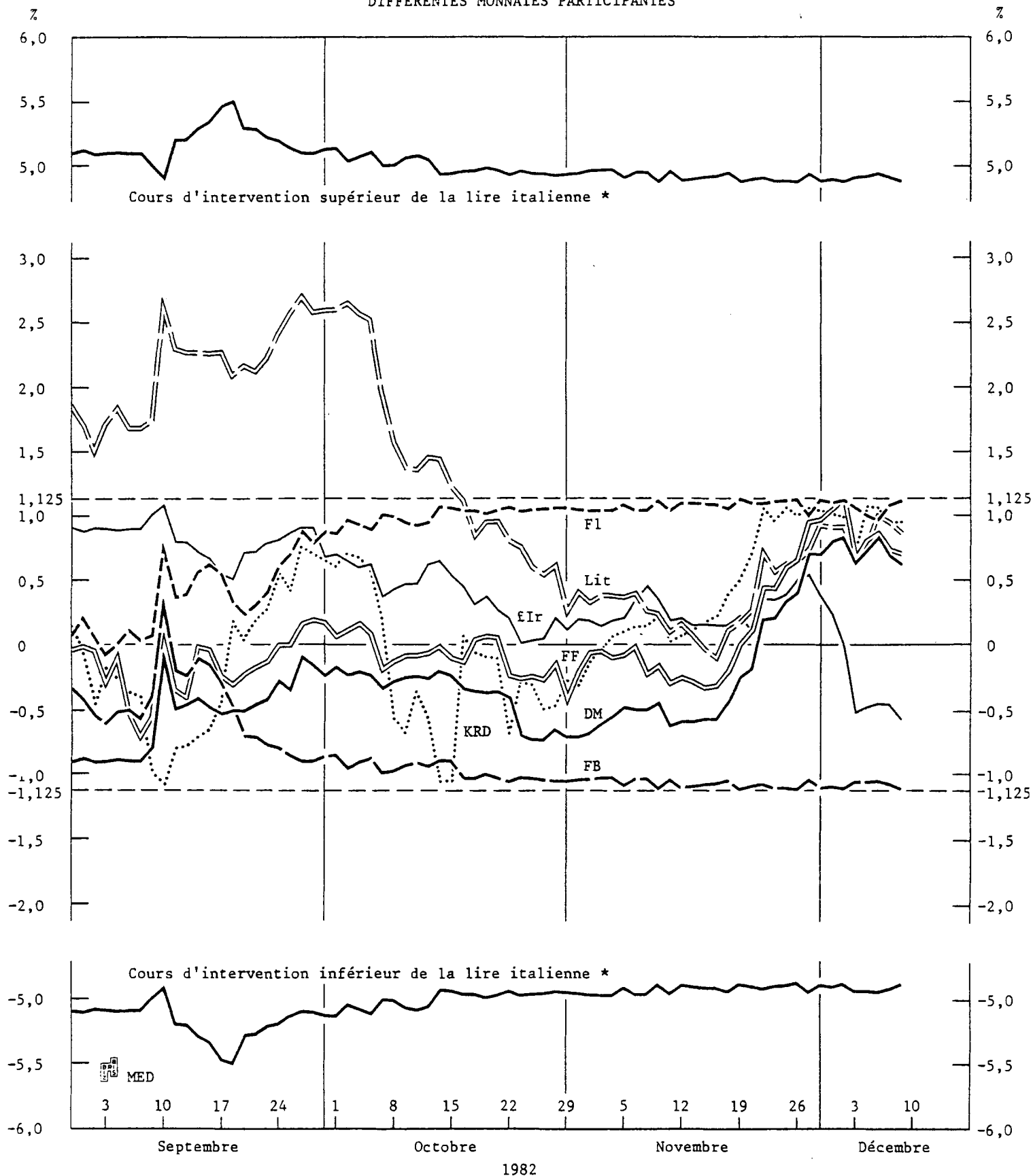
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981

VIS-A-VIS DU \$EU *



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

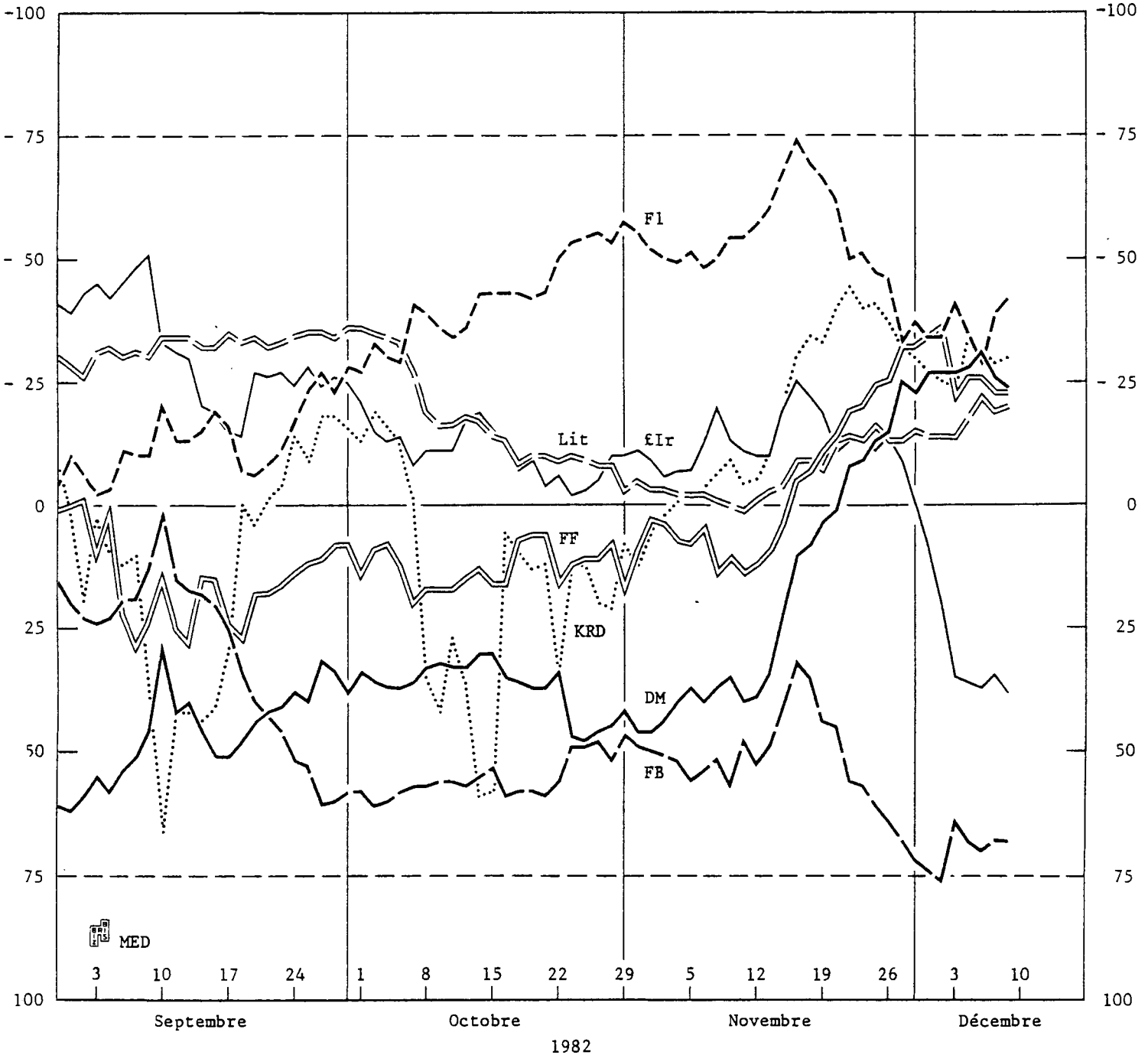
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

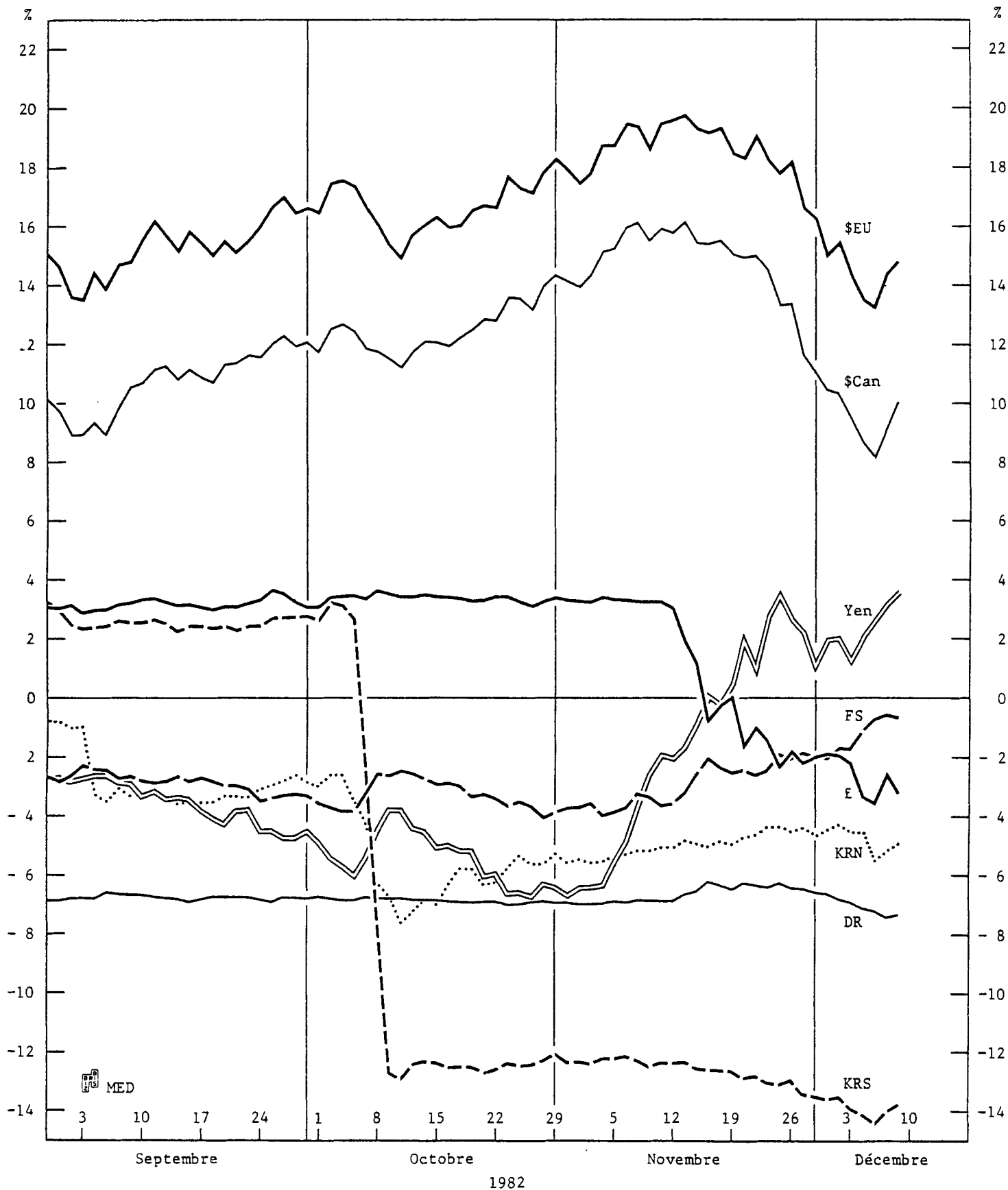
9 décembre 1982

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 31 DECEMBRE 1981 *



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