

PROCES-VERBAL \*  
DE LA 182e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 10 JANVIER 1984 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Central Bank of Ireland et Président du Comité, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. Breen et Reynolds; 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, Rieke et Kloft; le Vice-Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papaefstratiou et Zarifopoulos; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Magnifico et Saccomanni; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, de Boer et Brockmeijer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Permberton, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Russo, accompagné par M. Mingasson; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; M. Jaans, Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois. Assiste, en outre, M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 181e séance

Le procès-verbal de la 181e séance du 13 décembre 1983 est approuvé à l'unanimité par le Comité sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 14 février 1984, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE:

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de décembre 1983 et des premiers jours de janvier 1984
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE
- Série mensuelle de statistiques

A. Exposé de M. Dalgaard

M. Dalgaard commente brièvement les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal et présente, pour l'ensemble de l'année 1983, quelques observations résumées ci-après.

L'année 1983 a été caractérisée par une hausse sensible du dollar; en fait, la tendance ascendante est nette depuis 1979 et en quatre ans le cours du dollar a presque doublé par rapport à plusieurs monnaies; vis-à-vis des monnaies les plus fortes du SME, l'appréciation est d'environ deux tiers, mais elle n'est que de 30 à 40% à l'égard du yen et du franc suisse. A la suite de ce mouvement, le cours du dollar a atteint des niveaux records sur la plupart des places; il reste néanmoins en deçà des niveaux de 1970 en Allemagne, aux Pays-Bas, en Autriche, au Japon et surtout en Suisse où le cours actuel est à peine supérieur à la moitié de celui de 1970.

Pour l'ensemble de 1983, les ventes nettes de dollars se sont élevées à environ 10 milliards et ont été assez bien réparties sur toute l'année. Il n'y a pas de relation fixe entre les interventions opérées et l'évolution du cours du dollar; ainsi ce dernier s'est raffermi en décembre malgré des ventes nettes de 3 milliards, alors que durant d'autres mois des ventes nettes ont eu lieu avec un cours du dollar en repli. Ce manque de logique, au moins apparent, tient au fait que les politiques d'intervention des banques centrales - un des exemples les plus nets étant la Banca d'Italia - sont souvent menées en vue de stabiliser le cours de la monnaie nationale par rapport à des monnaies autres que le dollar.

Les interventions en monnaies communautaires ont été très importantes en 1983, plus de 26 milliards de dollars dont la plus grande partie a été effectuée avant et après le réaligement du 21 mars 1983. Les montants sont très variables selon les monnaies: on peut citer le soutien apporté au deutsche mark sous la forme de près de 12 milliards de dollars d'achats nets, alors que par exemple pour le franc français le soutien net ne s'élève qu'à 1,5 milliard de dollars (14,3 milliards d'achats et 11,9 milliards de ventes).

#### B. Exposé de M. Breen

A la suite de la présentation par M. Dalgaard du rapport sur l'évolution des marchés des changes durant le mois de décembre 1983 et les premiers jours de janvier 1984, les Suppléants ont considéré les trois points principaux ci-après:

1. Le premier point a trait à la hausse continue du dollar vis-à-vis de la plupart des monnaies, hausse qui a enregistré une nouvelle poussée le lundi 9 janvier. Les Suppléants ont examiné les causes de cette évolution; ils ont relevé qu'avec la vigueur continue de l'activité économique aux Etats-Unis et l'absence de signes annonçant des mesures de correction du déficit budgétaire américain excessif, aucune perspective n'apparaît dans l'immédiat pour une baisse des taux d'intérêt américains. Une telle perspective maintient un flux de capitaux (principalement à long terme) vers le dollar qui fait plus que compenser les sorties de devises résultant de l'accroissement sensible du déficit de la balance commerciale et des comptes courants.

En ce qui concerne les répercussions de la hausse actuelle du dollar, les Suppléants ont noté la possibilité d'effets négatifs sur l'évolution des comptes courants et des prix; or cette évolution est encore insatisfaisante dans quelques cas et elle recèle des divergences importantes entre les pays de la CEE, même si le point le plus favorable du cycle conjoncturel a été atteint. En outre, l'impact des mouvements du cours du dollar sur les économies européennes peut être inégal et avoir de ce fait des conséquences en ce qui concerne les divergences entre les pays de la CEE en matière de facteurs fondamentaux. Certains Suppléants ont observé toutefois que si une forte baisse du dollar devait se produire, elle pourrait aussi avoir de sérieuses conséquences économiques dans les pays européens.

En ce qui concerne la réponse des autorités monétaires à la hausse du dollar, les Suppléants ont relevé que jusqu'à présent l'action a pris la forme d'interventions substantielles, en particulier par la Deutsche Bundesbank. Les interventions ne peuvent cependant pas renverser une tendance durable et leurs effets psychologiques sont limités, notamment du fait que la Banque de Réserve Fédérale s'abstient très largement de toute intervention. Une action complémentaire ou alternative pourrait consister à ajuster les taux d'intérêt en Europe afin de rétablir des écarts plus favorables vis-à-vis des taux sur le dollar. Il serait alors souhaitable de procéder à une consultation préalable entre pays de la Communauté, étant donné qu'un relèvement des taux d'intérêt aurait des effets dommageables sur l'activité économique dans ces pays (activité qui est en retard sur celle qui est observée aux Etats-Unis) et/ou sur la cohésion au sein du SME.

Le Professeur Lamfalussy a indiqué qu'il pourrait présenter à la séance du Comité des Gouverneurs de février une analyse détaillée de l'évolution récente de la balance des paiements américaine et des taux de change (ce sujet est mentionné dans le programme de travail du Comité pour 1984 qui est inscrit sous le point III de l'ordre du jour).

2. Le deuxième point concerne le fonctionnement du mécanisme de change du SME. Ainsi qu'il a été mentionné dans le rapport "concertation", la plupart des monnaies du SME se sont concentrées dans une zone voisine de la limite supérieure de la bande étroite de fluctuation, laissant le franc belge isolé à la limite inférieure. Un Suppléant a souligné que certaines banques centrales pratiquent des politiques d'intervention qui maintiennent leur monnaie dans la bande dans des positions artificiellement élevées.

3. Enfin, les Suppléants ont brièvement considéré les interventions de banques centrales de la CEE en Ecus créés par le marché (à ne pas confondre avec les Ecus officiels qui circulent uniquement entre les banques centrales de la Communauté). De telles interventions ont été récemment effectuées par la Banca d'Italia (les tableaux "concertation" en font mention) et elles pourraient devenir une pratique régulière non seulement de la

banque centrale italienne mais également d'autres instituts d'émission. Ces interventions soulèvent des questions qui devraient être étudiées plus en détail et, en conséquence, le Comité des Suppléants a invité le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard à entreprendre une étude en vue de faire rapport en mars.

### C. Discussion du Comité

M. Lamfalussy présente quelques remarques introductives articulées autour des trois points ci-après:

1. Les causes de la hausse actuelle du dollar ont été parfaitement exposées par le Président du Comité des Suppléants; un seul facteur pourrait être ajouté, à savoir, l'horizon très court que les opérateurs sur les marchés semblent adopter et qui pourrait expliquer la flambée spéculative constatée pendant la première semaine de janvier.

2. Les incidences de la hausse du dollar sont généralement néfastes mais à un degré qui varie considérablement selon les pays. Du côté des Etats-Unis, l'appréciation du dollar pose des problèmes majeurs pour la compétitivité des industries nationales et soulève des dangers de poussées protectionnistes; celles-ci pourraient toutefois s'avérer moins puissantes qu'on ne le craignait étant donné la vigueur de la demande intérieure aux Etats-Unis. L'incidence sur les économies européennes passe par les deux canaux des taux d'intérêt et des cours de change, l'évolution de ces derniers pouvant plus ou moins tempérer l'effet direct des taux d'intérêt américains élevés sur ceux ayant cours en Europe. Au total, il s'agit là de deux facteurs négatifs pour les pays de la CEE puisque la reprise peut éventuellement être affaiblie par l'effet sur les taux d'intérêt et une poussée inflationniste peut résulter de l'incidence sur les cours de change. Ces deux facteurs agissent, toutefois, de façon très différenciée selon les pays et en fait selon leur situation au regard des trois caractéristiques suivantes: le besoin de financement du secteur public, l'inflation intérieure, l'évolution relative des cours de change intra-européens. L'incidence d'un dollar élevé sera, par exemple, relativement limitée dans un pays - c'est le cas de l'Allemagne - qui combine un besoin de financement du secteur public et un rythme d'inflation relativement faibles avec une appréciation de sa monnaie vis-à-vis de celles de ses partenaires européens.

La diversité des combinaisons nationales de ces trois caractéristiques, et partant des incidences d'un dollar fort, trouve son reflet dans les préoccupations qui sont évidemment très différentes selon les pays.

3. Les possibilités d'action se traduisent en pratique par des interventions sur le marché des changes. A cet égard, il semble utile de distinguer entre, d'une part, une action à très court terme en réponse à un emballement du marché (comme celui qui se produit durant ces premiers jours de janvier); dans ce cas, les interventions devraient être massives pour provoquer une baisse du dollar et des pertes chez les opérateurs; et, d'autre part, des interventions importantes mais à plus long terme qui viseraient à ramener le dollar à un niveau plus raisonnable en termes de parité de pouvoir d'achat. Dans ce dernier cas, il semble que les interventions n'auraient un véritable effet sur le cours de change que si elles annonçaient des changements de politique qui ne pourraient alors concerner que le dosage des politiques. En outre, il faudrait que la Réserve Fédérale intervienne également de manière importante et continue suscitant ainsi des anticipations d'un changement de politique budgétaire aux Etats-Unis.

M. Pöhl fournit quelques commentaires sur les questions essentielles que pose la hausse du dollar. En premier lieu, les causes de celle-ci deviennent plus claires si l'on examine, en la restructurant, la balance des paiements américaine. En effet, la balance des paiements courants s'est fortement dégradée depuis le début de 1983 et a enregistré un déficit de \$12 milliards au troisième trimestre; en revanche, la balance des mouvements de capitaux s'est renversée complètement entre-temps, au point même de pouvoir parler d'un surfinancement du déficit courant, en ce sens que la hausse du cours du dollar signale une demande excédentaire de dollars. Les banques américaines ont largement contribué à cette évolution; elles sont devenues importantes nettes de capitaux pour des montants croissants alors que parallèlement elles ont fortement réduit ou même arrêté, dans certaines régions du monde, leurs prêts aux pays en voie de développement. Les afflux de capitaux vers les Etats-Unis n'ont pas eu pour origine les pays industrialisés, en tout cas pas l'Allemagne, où on observe, au contraire, ces derniers mois un léger excédent du compte capital à long terme. Le Japon constitue cependant une exception car il a été exportateur net de capitaux en 1983 pour un montant de l'ordre de \$17 milliards, à destination essentiellement des Etats-Unis.

La hausse du dollar et d'autres monnaies importantes comme le yen n'a pas que des conséquences négatives en Europe et en particulier en Allemagne. Ainsi, la capacité concurrentielle de l'économie allemande s'est améliorée de façon spectaculaire non seulement sur des marchés fort importants tels que les Etats-Unis et le Japon, mais aussi sur de nombreux marchés tiers où la compétition de ces deux derniers pays s'exerce.

L'impact de la hausse du dollar sur l'évolution des prix à la consommation a été très faible jusqu'à présent en Allemagne. En plus d'un effet de retard qui peut s'estomper dans les prochains mois (l'évolution des prix à l'importation est d'ailleurs moins favorable), deux facteurs positifs ont joué: la quasi-stabilité des prix des matières premières exprimés en dollars et surtout la sagesse de l'évolution des coûts unitaires du travail. Dans un avenir un peu plus éloigné, une hausse trop forte du dollar vis-à-vis du deutsche mark serait susceptible d'exercer des effets néfastes sur les prix et les coûts.

La réponse des autorités monétaires à la hausse du dollar n'est pas évidente et facile. S'agissant des interventions, il y a des moments, comme l'a fait la Deutsche Bundesbank le 10 janvier, où une banque centrale importante doit agir et manifester son hostilité à l'égard d'une évolution. Il faut alors mettre en jeu des montants importants, sans guère d'illusions, toutefois, sur les possibilités concrètes d'influencer sensiblement l'évolution des cours de change. En effet, seules des interventions concertées des grandes banques centrales du monde, y compris la Réserve Fédérale, pourraient influencer les cours et démontrer aux marchés qu'ils ne sont pas entièrement maîtres du jeu. L'abstention des américains ou leurs interventions rares et très limitées qui sont plutôt contre-productives, amènent à être très réservés sur l'utilité d'interventions régulières et importantes. On peut alors se demander si les pays européens ne seront pas forcés à relever leurs taux d'intérêt. La Deutsche Bundesbank l'a fait au début de 1981, mais à cette époque il existait une crise de confiance dans le deutsche mark. La situation est actuellement très différente et plus de sérénité est donc possible. L'évolution des comptes courants américains devrait cependant avoir tôt ou tard des répercussions sur le cours du dollar pour lequel un retournement dans le désordre et la précipitation serait alors à craindre.

En réponse à une question de M. Lamfalussy, M. Gleske indique que les interventions à terme effectuées récemment par la Deutsche Bundesbank ne constituent pas une technique nouvelle; elles ont déjà été pratiquées dans le passé tant à la vente qu'à l'achat de dollars et pour un ordre de grandeur comparable. De telles interventions ont des effets directs sur le marché au comptant, du fait que les banques, contreparties de l'opération, se couvrent pour éviter le risque de change; elles présentent en plus certains avantages: d'une part, une souplesse appréciable car avant l'échéance et en fonction de l'évolution des cours, des interventions en sens inverse peuvent être opérées; d'autre part, lors d'interventions à terme à la vente de dollars, il n'y a pas immédiatement de destruction de liquidité. Il est à noter cependant qu'en pratique cette stérilisation a lieu aussi avec des interventions au comptant, étant donné que les banques ont un accès quasi illimité aux crédits Lombard. En pareils cas, ce qui compte c'est à quelle condition les banques peuvent obtenir ces crédits, auprès de la banque centrale. Comme M. Pöhl l'a dit, l'utilisation de l'arme des taux d'intérêt ne paraît pas indiquée à l'heure actuelle.

M. de la Genière présente quelques observations sur la situation du dollar ainsi que quelques indications sur la politique monétaire en France. Il note tout d'abord que même si la balance des paiements allemande, compte capital, est équilibrée depuis plusieurs mois, l'excédent de la balance courante signifie que, d'une manière ou d'une autre, il y a des exportations de capitaux d'Allemagne vers le reste du monde, ou ce qui revient au même, augmentation des réserves nettes. En ce qui concerne la force du dollar, il est souvent dit, avec juste raison, qu'elle est en contradiction avec les facteurs fondamentaux de l'économie américaine et notamment avec le déficit de la balance des comptes courants. Il faut cependant tenir compte que le poste ajustement, dans la balance américaine, est considérable et que le déficit courant est peut-être en réalité moins fort que les chiffres officiels ne l'indiquent. Les facteurs fondamentaux de l'économie américaine ne changeront probablement pas sensiblement dans les mois à venir: le déficit budgétaire ne peut guère varier dans une année d'élection et compte tenu de l'ampleur de ce déficit et aussi de la vigueur de la reprise américaine, il n'y a pas de raisons de desserrer la politique monétaire. Dans une telle perspective de maintien du dosage actuel des politiques, des interventions massives sur les marchés ne pourraient pas

infléchir la tendance fondamentale des mois à venir. En revanche, à plus court terme, pareille action pourrait éviter ou calmer une flambée du dollar. Le risque existe, en effet, que celle-ci se développe à un point tel que lorsqu'un retournement se produira il sera également excessif en sens inverse. Les conséquences de ces mouvements en sens opposés ne peuvent être que néfastes pour le Système monétaire européen et les relations entre les monnaies qui le composent. Si le dosage des politiques appliqué des deux côtés de l'Atlantique n'est pas appelé à être modifié prochainement, il devrait appartenir aux banques centrales d'adoucir ces mouvements de cours de change. Or, cette responsabilité n'est pas assumée actuellement par suite de l'abstention américaine qui rend toute action concertée peu crédible ou insuffisante. On doit cependant rappeler à cet égard que la tendance ascendante du dollar a été renversée temporairement entre les mois d'août et d'octobre 1983 et que, parmi les divers facteurs explicatifs, les interventions concertées de début août ont pu jouer un rôle.

En ce qui concerne la politique monétaire en France, l'objectif pour 1984 a fixé une croissance de 5,5 à 6,5% (contre 9% en 1983) exprimée pour la première fois en termes de M2 résidents. Durant les années 1982 et 1983 le crédit interne a progressé beaucoup plus rapidement que la masse monétaire, mais les opérations avec l'extérieur ont compensé en détruisant de la monnaie. En 1984, au contraire, les objectifs sont très proches pour les deux agrégats et la destruction monétaire de l'extérieur ne devrait représenter qu'un point de masse monétaire. En effet, le redressement de la balance des paiements courants devrait se poursuivre en 1984, le déficit prévu étant d'environ 20 milliards de francs, alors qu'il était de 80 milliards en 1982 et inférieur à 40 milliards en 1983. Ces prévisions supposent évidemment la poursuite de la politique d'ajustement menée par le gouvernement, politique qui est centrée notamment au premier semestre 1984 sur des réductions d'effectif dans des branches importantes de l'économie française (automobile, sidérurgie, charbonnages, chantiers navals, etc...). Le gouvernement doit également concentrer ses efforts sur l'inflation étant donné la difficulté de réduire son rythme, encore de 9,3% en décembre en termes annuels et, par conséquent, sur la maîtrise des revenus.

M. Ciampi souscrit très largement aux observations faites par les intervenants précédents et constate l'appréciation identique portée par les Gouverneurs sur la situation du marché des changes, ses conséquences

et les actions possibles. Il ajoute quelques éléments sur la situation en Italie. Après le réalignement de mars 1983, d'importantes rentrées de devises se sont produites et contrairement aux attentes elles se sont poursuivies en automne. La force du dollar est particulièrement gênante pour l'Italie du fait que ce pays dépend plus que d'autres, dans la CEE, d'importations libellées en dollars, que l'inflation interne déjà élevée tend à être aggravée et que les termes de l'échange se dégradent. Une amélioration sensible a néanmoins été enregistrée sur le plan de l'ajustement de la balance commerciale dont le déficit devrait être ramené de \$8 milliards en 1982 à \$5 milliards en 1983. En ce qui concerne la balance des paiements courants, les prévisions indiquent qu'elle aura été équilibrée en 1983. Malgré une politique monétaire sévère, le taux d'inflation reste élevé, il était fin décembre de l'ordre de 13% pour les prix à la consommation et de 10% pour les prix de gros (ces taux avaient toutefois atteint une pointe de 22% vers le milieu de 1982). La politique monétaire doit tenir compte à la fois du souci d'encourager la demande interne et du besoin de financer sur le marché le déficit public. En conséquence, les taux d'intérêt n'ont que très légèrement fléchi et compte de la baisse plus marquée de l'inflation, les taux réels ont augmenté de deux points en 1983, ce qui a permis de financer très largement sur le marché les besoins du Trésor évalués à environ 90.000 milliards de lires. La situation dans le secteur du crédit a permis à la Banca d'Italia de supprimer le système de contrôle des crédits bancaires tout en annonçant un objectif de progression annuelle de 12,5% pour le crédit au secteur privé.

L'avenir de l'économie italienne reste cependant fortement dépendant des résultats des relations entre syndicats, patronat et gouvernement et notamment des prochaines négociations sur l'application d'une politique des revenus impliquant une nouvelle et importante réduction du mécanisme d'indexation.

M. Duisenberg partage l'avis de M. de la Genière qu'on ne doit pas s'attendre à un changement radical des facteurs fondamentaux aux Etats-Unis au cours des mois prochains. Toutefois, l'ampleur du déficit des comptes courants américains qui approchera les 100 milliards de dollars et l'agitation politique qui se développera très probablement en liaison avec les différentes phases des élections pourraient entamer la confiance dans le dollar et provoquer son déclin. Ce retournement est craint en Europe à cause des fortes tensions dans le SME qu'il entraînera. Les données fondamentales des pays participants ne justifieront sans doute pas à ce moment-là un réalignement

mais les pressions du marché pourraient être telles que les autorités seraient amenées à prendre des mesures peu souhaitables. Il semble donc que dans la mesure où la certitude de fortes tensions au sein du SME apparaît grande pour 1984, il serait sage et utile d'examiner à temps et à froid (par exemple à la séance de février), les possibilités pour réduire ces tensions prévisibles et pour éviter de devoir céder au marché.

M. Hoffmeyer indique que la Danmarks Nationalbank a fait des interventions à terme il y a une douzaine d'années qui ont soulevé alors des critiques de la part des partenaires. Cette technique, qui ne semble plus susciter d'opprobre maintenant, peut être utile, notamment par ses effets directs très nets sur les anticipations alors qu'elle n'a pas d'effet sur la liquidité. En ce qui concerne le dollar, trois facteurs principaux en déterminent le cours: la situation des comptes courants des Etats-Unis plus les postes d'ajustement, les taux d'intérêt et les éléments politiques. A propos de ces derniers, on peut citer en particulier le fait que nombre de personnes riches dans le monde transfèrent une partie de leurs actifs vers les Etats-Unis. Un tel comportement entraîne évidemment une forte demande de dollars et donc une poussée vers le haut de son cours mais comme il reflète une précaution naturelle dans les temps actuels et pas une spéculation, le niveau du dollar peut difficilement être considéré comme irréaliste et une chute brutale n'est pas évidente. Un arbitrage entre niveau des taux d'intérêt et cours du dollar n'est guère envisageable car il faudrait relever si fortement les taux d'intérêt, par exemple de trois points comme en 1981, que le prix à payer serait excessif.

Le Président conclut le débat en constatant que les Gouverneurs sont généralement d'accord pour penser que des interventions massives, concertées et universelles seraient effectivement l'action à mener pour contrecarrer la fermeté du dollar, mais qu'en l'absence de l'acteur principal il n'y a pas lieu de passer aux actes. Le Comité pourra revenir sur l'ensemble de cette question en février, en s'appuyant sur des données statistiques que le Professeur Lamfalussy se propose de présenter. Le Comité pourra aussi, avec cette nouvelle base de discussion, aborder la suggestion de M. Duisenberg, à savoir de dépasser les problèmes immédiats pour examiner un horizon 1984 plus lointain.

### III. Echange de vues sur le programme de travail du Comité pour 1984

M. Breen rend compte de la discussion que les Suppléants ont eue sur une esquisse de programme de travail pour le Comité des Gouverneurs pour 1984, esquisse dont un exemplaire a été remis aux Gouverneurs (voir Annexe II). Au cours de cette discussion, les trois commentaires ci-après ont été faits:

1. Etant donné que les experts ont un programme de travail déjà chargé, les Suppléants ne sont pas enclins à demander au Groupe Raymond de préparer des rapports spéciaux comme il l'a fait durant les dernières années. Toutefois, dans la mesure où le groupe estimera approprié et important de traiter pour le Comité des Gouverneurs un sujet particulier, il pourra le faire dans ses rapports périodiques (voir points 1 et 4 du programme de travail);

2. En ce qui concerne le point 3 - système monétaire international - les Suppléants ont été informés que l'étude de la BRI sur la liquidité internationale sera disponible durant la première semaine de février. Les Suppléants ont observé, en outre, que sans préjuger l'examen que les Gouverneurs pourront faire des sujets relevant de la compétence des banques centrales, il conviendra d'éviter des doubles emplois non nécessaires avec les travaux préliminaires faits par d'autres groupes. A cette fin, M. Dini, Président des Suppléants du Groupe des Dix, se propose de rendre compte de la substance de ces travaux préliminaires au Comité des Gouverneurs, de la même manière qu'il le fera au Comité monétaire;

3. Les Suppléants ont noté que l'examen des poids des monnaies composant l'Ecu, mentionné sous le point 6.c) doit être réalisé d'ici septembre 1984 pour respecter l'article 2.3 de la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978. En conséquence, il recommande que le Comité des Gouverneurs se saisisse de cette question en juillet.

Deux autres points du programme de travail requièrent une explication complémentaire. En premier lieu, étant donné, d'une part, que le mécanisme de swaps renouvelables du SME (point 5) expire le 13 mars 1985, d'autre part, que les swaps ont une échéance de trois mois, une décision sur la prorogation du mécanisme doit être considérée et est nécessaire avant le

renouvellement de début janvier 1985, ce qui signifie, en pratique, lors de la séance du Comité des Gouverneurs de décembre 1984. Il est à noter, en second lieu, qu'un groupe technique ad hoc est en train d'examiner la meilleure façon de rénover les réseaux téléphoniques spéciaux utilisés par les cambistes pour la concertation. Les conclusions de ce groupe, qui conduiront probablement à l'installation d'un nouveau réseau, devraient être présentées dans les mois prochains.

M. de la Genière formule une remarque à propos du programme de travail; il admet qu'il ne faut pas charger le Groupe Raymond de trop de sujets, mais il souhaiterait que ce groupe puisse étudier les problèmes de marché financier. Après les études faites sur les finances publiques et les modalités de financement des déficits, études pour lesquelles seules des mises à jour des statistiques sont maintenant prévues, il serait utile que les experts examinent l'évolution des marchés financiers dans les pays de la CEE, soit dans les rapports périodiques, soit sous la forme d'une étude spéciale.

Le Président indique que les Suppléants ont évoqué l'étude spéciale de divers sujets dont celui des marchés financiers (une première version du programme de travail en faisait mention) et il considère que le Groupe Raymond pourra prendre note de ces sujets, du souhait exprimé par M. de la Genière et entreprendre les travaux qu'il jugera utile et approprié. En tout état de cause, le programme de travail pour 1984, tel qu'il est présenté dans l'esquisse, n'est pas immuable; même si le Comité l'a adopté dans son ensemble, il sera appelé à être adapté en fonction de l'actualité et de l'évolution dans les domaines relevant de la responsabilité des banques centrales.

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

Il n'y a pas d'autres questions.

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

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 14 février 1984, à 10 heures.

10 janvier 1984

Confidentiel

Traduction

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

---

DECEMBRE 1983

---

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 décembre 1983 et les premiers jours de janvier 1984.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Durant la première moitié de décembre, le dollar EU et le yen japonais ont continué de s'apprécier par rapport à toutes les autres monnaies, malgré une augmentation sensible des ventes de dollars opérées par plusieurs banques centrales. Au cours de la seconde quinzaine du mois, le dollar s'est affaibli mais sur l'ensemble du mois le dollar et le yen ont progressé de 1 à 2% vis-à-vis de toutes les autres monnaies.

Au sein du SME, un nouveau renforcement, modeste, du deutsche mark a laissé le franc belge isolé au bas de la bande étroite de fluctuation.

Le dollar EU s'est apprécié jusqu'au milieu du mois, sous l'effet de la montée des taux d'intérêt aux Etats-Unis et de l'évolution de la situation politique à l'étranger. La publication de statistiques confirmant la poursuite d'une reprise vigoureuse de l'activité a suscité des perspectives

---

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

de taux d'intérêt élevés et d'amélioration de la rentabilité de l'investissement direct aux Etats-Unis, ce qui a conduit le dollar à des niveaux records par rapport à plusieurs monnaies européennes et, vis-à-vis du deutsche mark, à un cours jamais atteint depuis dix ans. Durant la seconde quinzaine de décembre, le dollar a perdu environ la moitié du gain enregistré pendant la première quinzaine; ce repli est à relier à l'accroissement des ventes de dollars effectuées par des banques centrales dans un marché étroit et à une détente des taux d'intérêt américains consécutive à la diffusion de données économiques moins favorables. Le dollar a clôturé le mois en hausse de 1,4% à l'égard des monnaies du SME, de 0,9% vis-à-vis de la livre sterling et de 0,8% par rapport au franc suisse, mais en baisse de 0,6% à l'égard du yen.

A l'exception du franc belge, les monnaies du SME se sont un peu plus concentrées, en décembre, dans une zone voisine de la limite supérieure de la bande du SME. Au cours de la dernière semaine du mois, quatre monnaies ont occupé à tour de rôle la première position au sein de la bande étroite. En dépit de cette évolution, les tensions se sont atténuées au sein du SME, ce qui s'est traduit par une diminution substantielle des interventions obligatoires.

Bien que le franc belge soit demeuré à la limite inférieure de la bande du SME ou près de celle-ci, peu d'interventions de soutien ont été nécessaires pour le maintenir à l'intérieur de ses limites bilatérales. Il a été conforté dans une certaine mesure par des interventions intramarginales sur le marché des changes et par le relèvement des taux débiteurs officiels, annoncé un peu avant la fin de novembre.

Le franc français a occupé le sommet de la bande durant la majeure partie du mois et ne s'en est nettement écarté que pour une brève période au milieu du mois. Ce mouvement a été contenu par des ventes de dollars par la Banque de France.

Malgré son appréciation au sein du SME, le deutsche mark s'est affaibli par rapport au dollar. Pour enrayer cette évolution, la Bundesbank a vendu de grandes quantités de dollars tant au comptant qu'à terme jusqu'à la mi-décembre, où le deutsche mark a commencé à se redresser à l'égard du dollar.

En l'absence de nouveaux facteurs influençant son cours, le florin néerlandais a continué de faire preuve d'une excellente tenue à proximité du sommet de la bande du SME.

La couronne danoise s'est affaiblie au début du mois, du fait du rejet du budget d'austérité présenté par le gouvernement et de la convocation d'élections générales qui en est résultée. La monnaie danoise s'est cependant redressée lorsque les sondages d'opinion ont indiqué que le gouvernement devrait sortir renforcé des élections.

La lire italienne s'est maintenue bien au-dessus de la bande étroite, mais est tombée à des niveaux jamais enregistrés par rapport à la monnaie américaine, ce qui a obligé la Banca d'Italia a vendre des dollars.

La livre irlandaise est demeurée au plafond du SME ou à ses environs.

La livre sterling a fléchi par rapport au dollar, mais s'est appréciée vis-à-vis des monnaies du mécanisme de change du SME. Les mouvements de la livre ont été influencés par les modifications des perspectives d'évolution des prix pétroliers mondiaux, dues surtout aux conflits au Moyen-Orient et aux réunions de l'OPEP à Genève.

La drachme grecque a régressé de 1,9% à l'égard du dollar au cours du mois.

Malgré les pertes d'une ampleur inattendue subies par le parti au pouvoir au Japon lors des élections législatives du 18 décembre, le yen a terminé le mois en hausse par rapport à toutes les monnaies, enregistrant un gain de 0,6% vis-à-vis du dollar. Il a continué de bénéficier des bons résultats du Japon en matière de commerce extérieur et d'évolution des prix, et la reprise du marché des valeurs mobilières en fin d'année a attiré les acheteurs étrangers.

Le franc suisse s'est affaibli à l'égard du dollar, mais a progressé par rapport au deutsche mark et aux autres monnaies du SME.

Sous l'effet en partie des résultats favorables du commerce extérieur, la couronne suédoise s'est appréciée à l'égard des autres monnaies européennes et n'a fléchi que de 0,7% vis-à-vis du dollar.

La couronne norvégienne a clôturé le mois de décembre en baisse par rapport à toutes les autres monnaies. Des achats à terme de dollars effectués au début du mois ont été interprétés par le marché comme dénotant

l'intention des autorités de faire baisser le cours de la couronne, particulièrement à un moment où une détérioration de la position concurrentielle de la Norvège était annoncée.

Pendant la première quinzaine de décembre, le dollar canadien a encore été soumis à une certaine pression à la baisse en raison de la montée des taux d'intérêt américains et de l'annonce de la détérioration de la balance des paiements courants du Canada. Par la suite, la monnaie canadienne s'est toutefois raffermie quelque peu pour faire apparaître au total un recul net d'environ un demi pourcent vis-à-vis du dollar EU et d'un pourcentage un peu moindre envers les autres principales monnaies.

## II. INTERVENTIONS

### A. Interventions en dollars EU

En décembre, les ventes nettes de dollars se sont élevées à \$EU 3,0 milliards, les achats bruts effectués par les banques centrales, \$EU 1,1 milliard, ayant été compensés, et au-delà, par d'importantes ventes brutes (\$EU 4,1 milliards). A titre de comparaison, en novembre, les achats bruts (\$EU 1,5 milliard) ont été exactement compensés par les ventes brutes.

Les principaux vendeurs nets de dollars ont été la Deutsche Bundesbank, la Banque de France, la Banca d'Italia et la Banque du Canada. Quant aux achats nets, ils ont été réalisés principalement par la Norges Bank et la Sveriges Riksbank.

### B. Interventions en monnaies communautaires

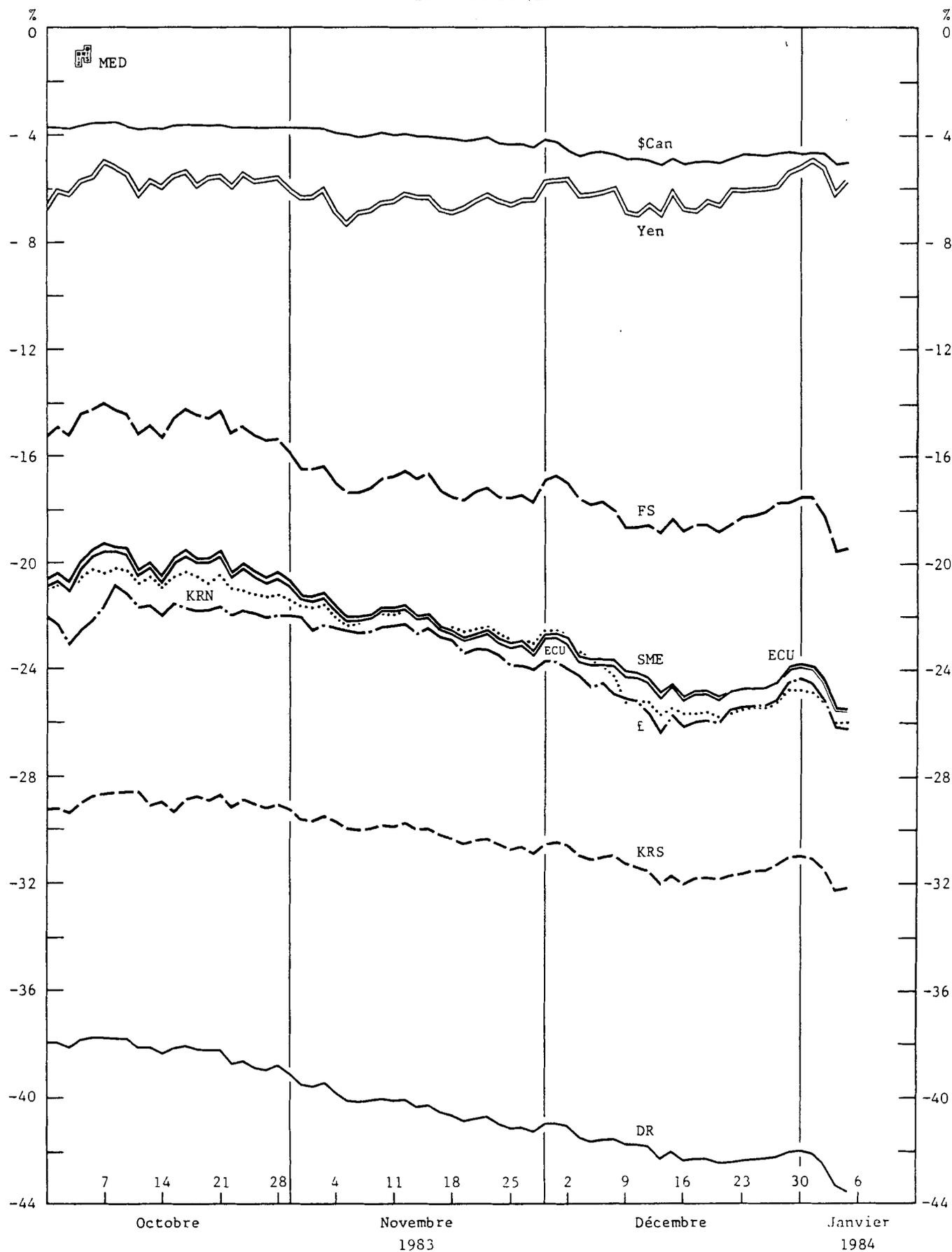
Le montant brut des interventions en monnaies communautaires est ressorti pendant le mois à l'équivalent de \$EU 0,3 milliard, soit un chiffre nettement inférieur au montant de novembre (\$EU 1,5 milliard). Toutes ces interventions ont eu lieu à l'intérieur des marges et la plupart ont consisté en achats de deutsche marks par la Banque de France et la Banca d'Italia.

III. PREMIERS JOURS DE JANVIER 1984

Le dollar a repris son mouvement ascendant par rapport à la plupart des monnaies par suite d'une forte demande émanant aussi bien des milieux industriels et commerciaux que professionnels. Seul le yen a conservé une bonne tenue à l'égard du dollar et il a progressé d'environ 2,5% à l'égard des monnaies du SME et de la livre sterling. Malgré ces amples fluctuations des cours de change, les interventions sont demeurées modestes durant la première semaine de 1984.

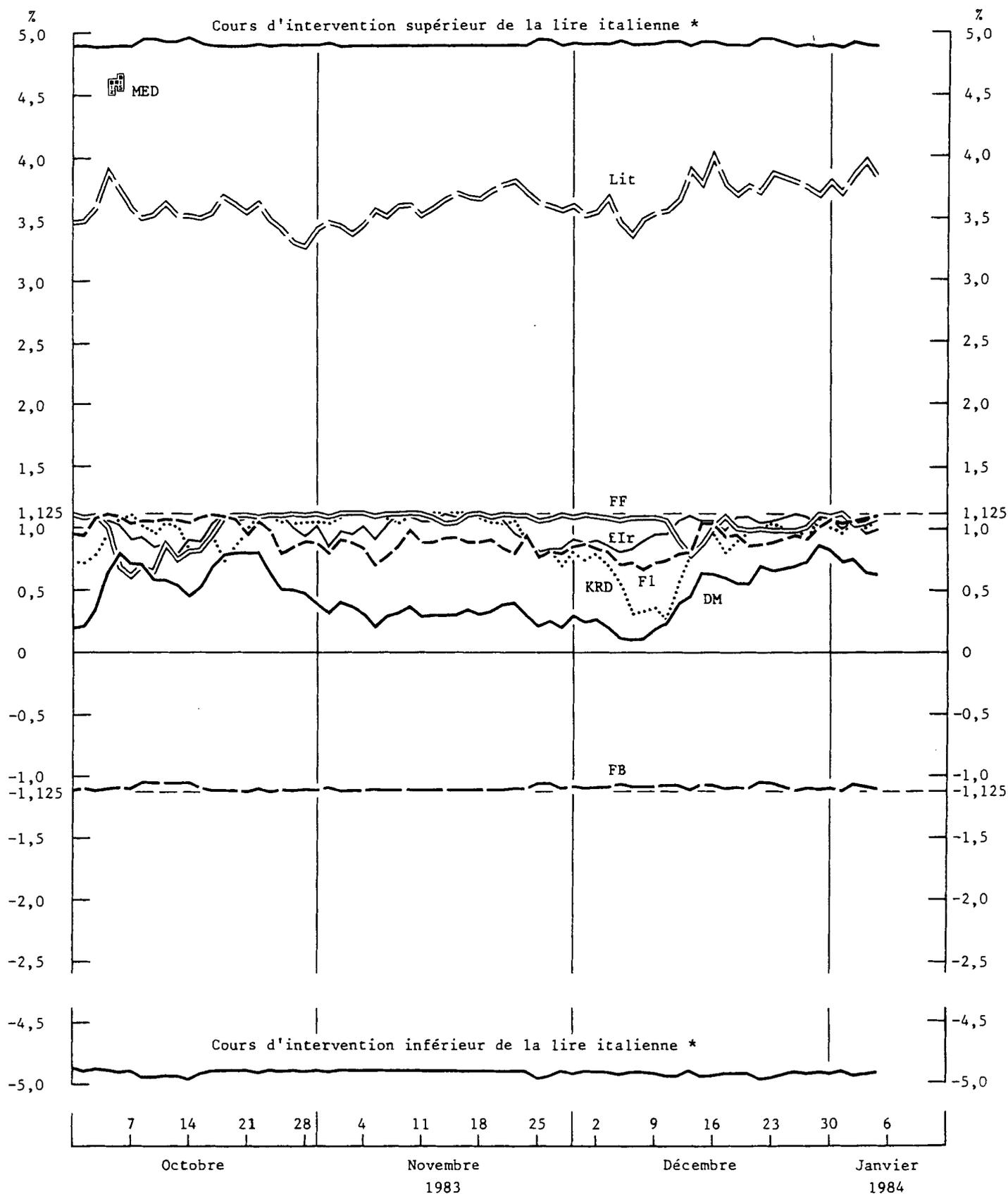
Au sein du SME, les positions des monnaies des pays membres n'ont guère varié, un léger affaiblissement du deutsche mark se faisant jour à la fin de la semaine.

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.

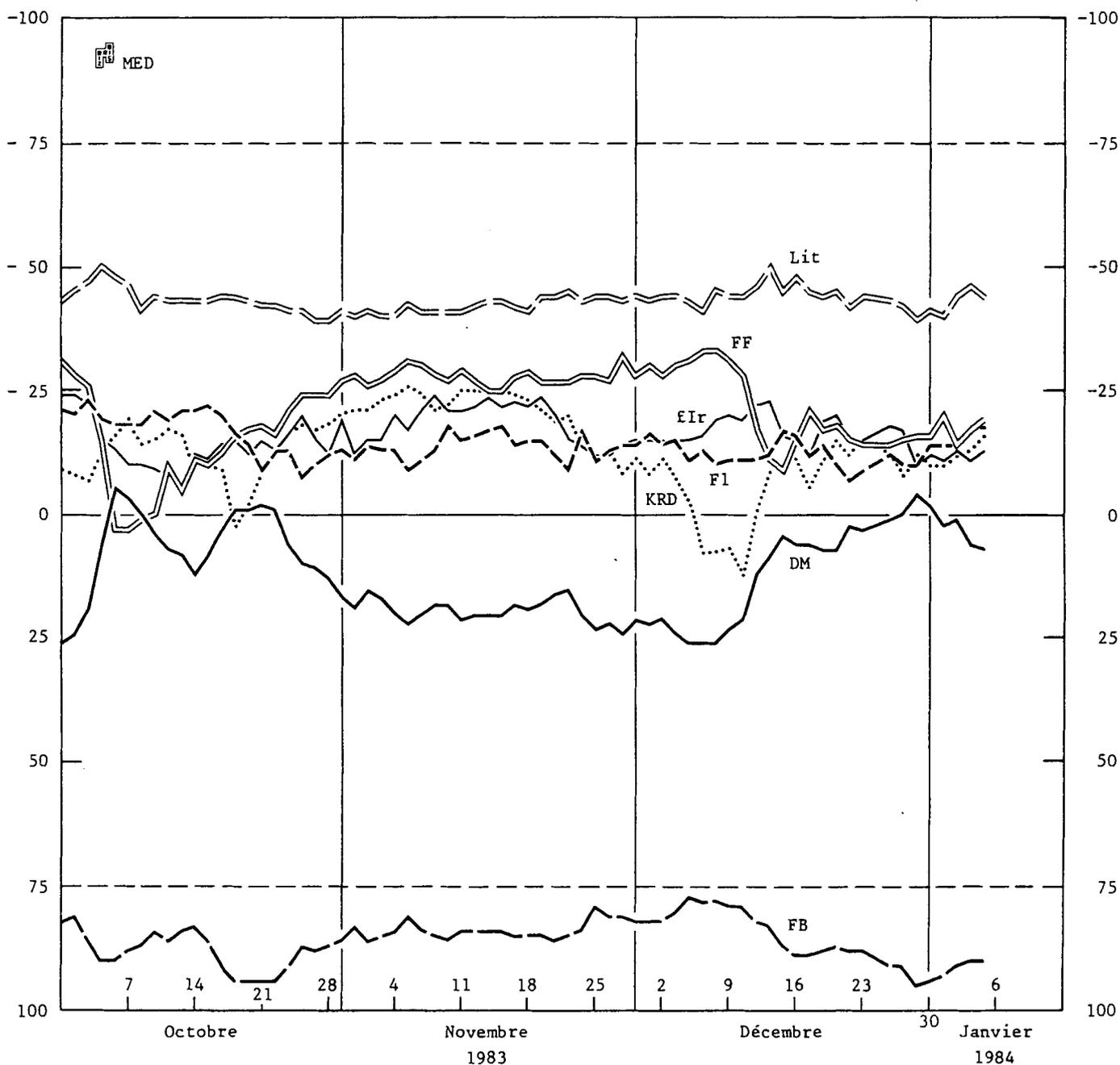
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



\* 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  $\pm 2,25\%$ .

5 janvier 1984

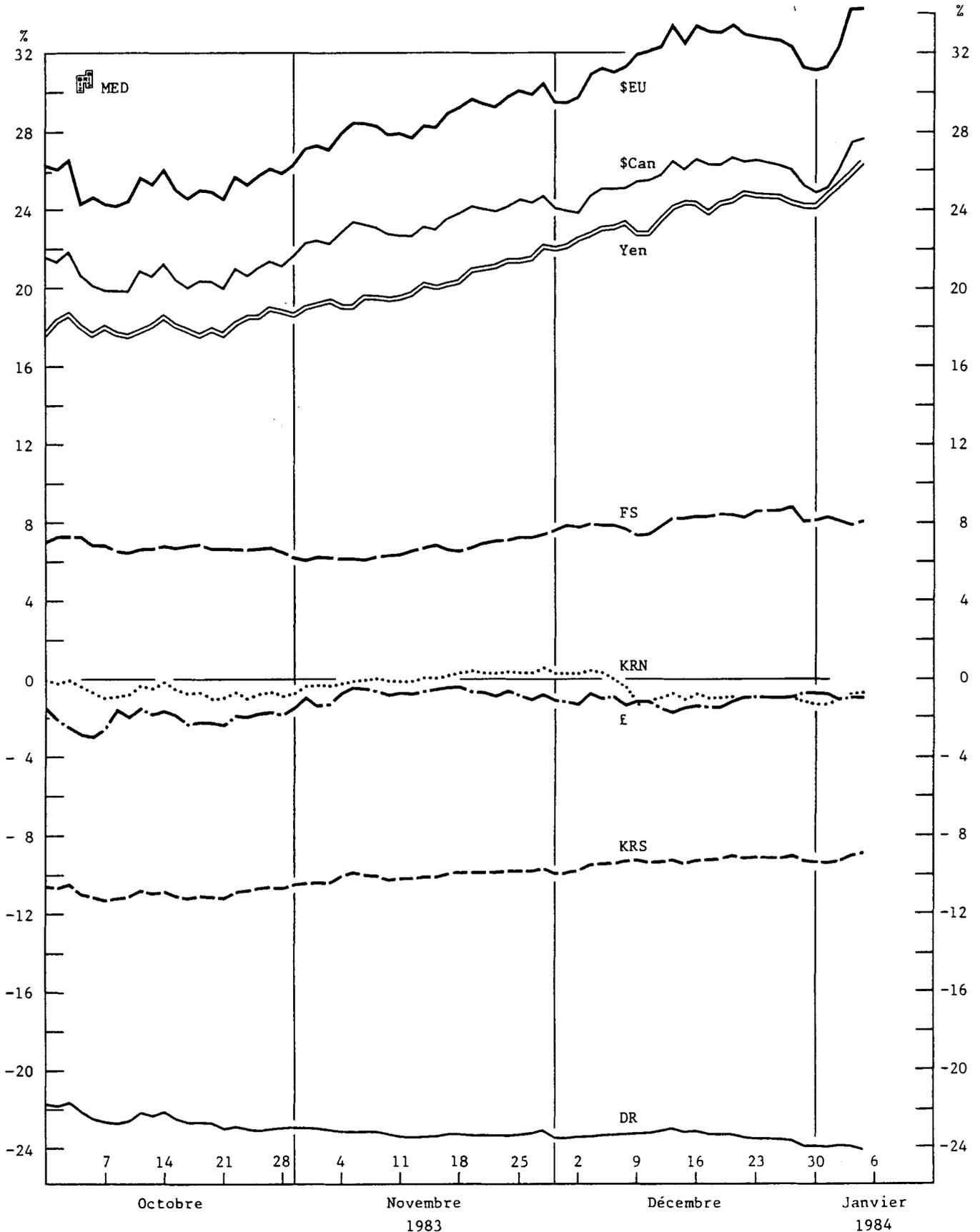
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



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

5 janvier 1984

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

ESQUISSE DE PROGRAMME DE TRAVAIL POUR LE COMITE DES GOUVERNEURS POUR 1984

Le tableau ci-après pourrait être utilisé pour l'échange de vues  
sur le programme de travail du Comité pour 1984

Sujets à considérer	Date pour l'examen par le Comité	Travail préparatoire à faire par:
1. Politiques monétaires dans les pays membres de la CEE	Mai et Décembre	Groupe Raymond (rapports semestriels)
2. Evolution du dollar et implications pour le SME	Février	Comité des Suppléants Professeur Lamfalussy
3. Système monétaire international	Février et probable- ment mois suivants	Diverses institutions internationales Comité des Suppléants (Groupe Dalgaard)
4. Evolution et financement des dépenses publiques	Juillet	Groupe Raymond (Suivi des rapports spéciaux d'oct. 1981 + Juin 82) 1)
5. Prorogation du mécanisme de swaps renouvelables du SME	Décembre	Comité des Suppléants (Groupe Dalgaard)
6. Autres questions:		
a) Préparation:		
- de la réunion du Comité interimaire	Avril	(Comité des Suppléants)
- de l'Assemblée annuelle du FMI	Septembre	(Comité des Suppléants)
b) Aménagement des réseaux télé- phoniques de concertation	Printemps	Groupe technique ad hoc Comité des Suppléants
c) Examen des poids des monnaies composant l'Ecu	Juillet	Groupe Dalgaard Comité des Suppléants
d) Etude sur les interventions des banques centrales en Ecu privés	Mars	Groupe Dalgaard Comité des Suppléants

1) Ce suivi se présente sous la forme d'une brève note accompagnée de données mises à jour,  
préparées par le Secrétariat en collaboration avec M. Raymond et les experts.

-----  
Secretariat

OUTLINE WORK PROGRAMME FOR THE COMMITTEE OF GOVERNORS FOR 1984

The following table could be used for the exchange of views  
on the Committee's work programme for 1984

Topics to be considered	Date for examination by the Committee	Preparatory work to be done by:
1. Monetary policies in EEC member countries	May and December	Raymond Group (semi-annual reports)
2. Development of the US dollar and implications for the EMS	February	Committee of Alternates Prof. Lamfalussy
3. International monetary system	February, and possibly, following months	Various international institutions Committee of Alternates (Daigaard Group)
4. Development and financing of public expenditure	July	Raymond Group (follow-up to the special reports of Oct. 1981 and June 1982) (1)
5. Extension of the EMS revolving swap mechanism	December	Committee of Alternates (Daigaard Group)
6. Other questions:		
a) Preparation for - the Interim Committee meeting - the IMF Annual Meeting	April September	(Committee of Alternates) (Committee of Alternates)
b) Improvement of the concertation telephone network	Spring	Ad hoc technical working party Committee of Alternates
c) Examination of the weights of currencies in the ECU	July	Daigaard Group Committee of Alternates
d) Study on central bank foreign-exchange intervention against private ECUs	March	Daigaard Group Committee of Alternates

1) This follow-up is presented in the form of a short paper accompanied by updated data; it is prepared by the Secretariat with the co-operation of M. Raymond and the experts.