

PROCES-VERBAL \*

DE LA 181<sup>e</sup> SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 13 DECEMBRE 1983 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de France et Président du Comité, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort, Waitzenegger et Granet; 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 Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, M. Schlesinger, accompagné par MM. Rieke et Kloft; le Vice-Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par M. Papaefstratiou; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. Breen et Reynolds; 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-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par M. Mingasson; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; M. Jaans, Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois. Assistent, en outre, MM. Dalgaard et Raymond, Présidents de groupes 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.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Schlesinger, Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, qui représente son institution.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du Comité du 10 janvier 1984, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 180e séance

Le procès-verbal de la 180e séance du 8 novembre 1983 est approuvé à l'unanimité par le Comité sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif.

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 1983;
- 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.

M. Lefort indique que, après avoir examiné le rapport "concertation" présenté par M. Dalgaard et qui souligne notamment les divers facteurs à l'origine de la hausse du dollar et du yen, les Suppléants ont concentré leurs réflexions sur le fonctionnement récent du SME et notamment sur les politiques d'interventions pratiquées par les banques centrales.

Le représentant de la Banque Nationale de Belgique a rappelé les deux actions entreprises pour soutenir le franc belge:

- d'une part, le relèvement de 1% des taux d'intérêt officiels, qui s'est accompagné d'une hausse plus élevée des taux interbancaires; cette mesure a été prise en dépit des inconvénients que présentent des taux d'intérêt réels élevés pour l'économie nationale mais elle était destinée à réduire l'écart avec les taux à l'étranger;
- d'autre part, le recours à des interventions intramarginales.

Ces deux actions n'ont pas donné jusqu'à présent tous les résultats escomptés. En effet, les taux d'intérêt tendent à se raffermir dans certains pays. Par ailleurs, les interventions intramarginales opérées par d'autres banques centrales du SME posent à la Banque Nationale de Belgique certains problèmes.

M. Godeaux rappelle que la Banque Nationale a dû infléchir, le 23 novembre 1983, sa politique de maintien des taux d'intérêt à un niveau aussi bas que possible et a relevé ses taux officiels de 1 point. Ce net infléchissement de la politique monétaire a été décidé à titre de précaution et en vue d'éviter de devoir ultérieurement procéder à des relèvements encore plus importants des taux d'intérêt. Ainsi qu'il a été expliqué lors de la séance du Comité en novembre, l'augmentation des interventions effectuées par la banque centrale belge reflétait une progression des importations qui, dans une économie fortement transformatrice comme celle de la Belgique, semblait annoncer un essor des exportations et une reprise conjoncturelle. D'après les statistiques les plus récentes de la Banque Nationale, cette attente d'une amélioration de la balance commerciale s'est confirmée; le solde entre les dépenses au titre des importations et les recettes au titre des exportations s'est réduit considérablement au cours du mois de novembre, tout en restant cependant négatif.

Ce facteur n'était pas susceptible d'être corrigé par une hausse des taux d'intérêt. Mais il a été aggravé par l'évolution défavorable de la position des banques vis-à-vis des non-résidents qui a donné lieu, au cours du mois de novembre, à des sorties de devises pour une contre-valeur de 28 milliards de francs belges. Cette évolution défavorable a été partiellement due à la réduction du différentiel de taux d'intérêt par rapport aux autres monnaies du SME, et le relèvement des taux officiels visait à restaurer des écarts plus favorables pour le franc belge.

En même temps, la banque centrale belge a infléchi sa politique d'intervention. Au lieu de n'intervenir qu'aux limites, elle a effectué, à titre expérimental, des interventions intramarginales en vue de dissiper les effets psychologiques défavorables résultant à la fois de la position faible du franc belge dans la bande de fluctuation et du degré de divergence. Il y a lieu de penser que ces interventions intramarginales n'ont pas été sensiblement plus importantes que n'auraient été des interventions obligatoires aux limites. Les interventions effectuées par la Banque Nationale de Belgique ont porté certes sur des montants importants, mais ont été loin d'atteindre l'ordre de grandeur enregistré en mars dernier avant le réalignement des cours-pivots.

Sans avoir été un échec, l'évolution observée sur les marchés des changes après le relèvement des taux officiels n'a pas répondu aux espoirs des autorités belges. Il reste à espérer que les marchés prendront davantage en considération les tendances plus fondamentales de l'économie belge et que la pression injustifiée sur le franc belge s'atténuera. En effet, au cours des huit premiers mois de 1983, le déficit des paiements courants a été ramené à seulement 17 milliards de francs belges (contre 101 milliards en 1982). Pendant la même période, la balance commerciale a été presque équilibrée alors qu'en 1982 elle s'était soldée par un déficit de 72 milliards. Les sorties nettes de capitaux privés ne se sont élevées qu'à 18 milliards (contre 80 milliards en 1982) et le gouvernement belge a pu réduire son recours aux emprunts extérieurs de 187 milliards à 98 milliards. Il y a également lieu d'espérer que le gouvernement manifesterait un esprit de décision au sujet du déficit budgétaire qui apaisera un certain nombre d'inquiétudes. La compétitivité de l'industrie nationale reste très favorable, l'indice du coût unitaire du travail, exprimé en monnaie commune et comparé à celui de sept pays concurrents, étant descendu de 110 en 1981 à 80 à l'heure actuelle. Les craintes exprimées par certains industriels belges que le rétablissement de l'indexation ne conduise à une perte de la compétitivité regagnée ne se sont pas réalisées; de toute façon, le dispositif du gouvernement prévoit la suspension à nouveau du mécanisme d'indexation au cas où la comparaison avec les sept principaux pays concurrents témoignerait d'une évolution défavorable.

Le Président fait deux observations. D'abord, il rappelle que la Banque de France a ramené, à la fin du mois de novembre, son taux directeur de 12 1/4 à 12%; il en est résulté une baisse à peu près équivalente du loyer de l'argent au jour le jour et à un mois.

La seconde observation porte sur l'évolution en matière de législation bancaire. Ainsi qu'il avait été indiqué lors de la séance du Comité des Gouverneurs en juillet dernier, le gouvernement français a déposé, devant le Parlement, un projet de loi bancaire qui a pour objet de mettre à jour les lois de 1941 et de 1945 en cette matière, tout en laissant intact l'équilibre institutionnel entre le Ministère des finances, d'une part, et la Banque de France, d'autre part. Depuis lors,

le projet de loi a été discuté successivement par le Sénat et l'Assemblée nationale et seules des questions techniques restent à régler. Le principe du maintien de l'équilibre institutionnel n'a pas été entamé par les délibérations parlementaires; par conséquent, la situation de la Banque de France, tant sur le plan juridique que pratique, reste intégralement celle qu'elle a été depuis plus de 40 ans.

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

- du Rapport No 23 établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond;
- de la Série mensuelle de statistiques

A. Exposé de M. Raymond

M. Raymond indique que le présent rapport fait ressortir plus de faits positifs que dans les rapports semestriels précédents, et qu'il donne donc lieu à un certain optimisme relatif:

- Le déficit des paiements courants de la Communauté s'est rétréci du fait que certains pays fortement déficitaires sont parvenus à accomplir des progrès dans la voie de l'ajustement extérieur.
- Le rythme de l'inflation s'est nettement ralenti; dans certains pays, le point le plus bas semble atteint tandis que d'autres pays doivent encore poursuivre leurs efforts de lutte contre l'inflation.
- L'activité économique, tout en restant faible en moyenne, a repris, de façon nette, dans deux pays majeurs de la CEE et elle a cessé de décroître dans les autres pays membres de la Communauté.
- La plupart des pays sont arrivés à maîtriser l'évolution des revenus et, dans certains d'entre eux, des transferts de richesses des ménages vers les entreprises ont commencé.
- Les oppositions conjoncturelles entre les pays membres de la CEE se sont atténuées; cette situation contraste avec celle observée l'année dernière où l'opposition conjoncturelle entre l'Allemagne, d'une part, et la France, d'autre part, était très forte.

- Le réalignement des cours-pivots dans le SME, le 21 mars dernier, a été couronné de succès sur le plan technique; l'attitude prudente et crédible des pays à monnaie intrinsèquement faible a réconforté les marchés.

En revanche, le diagnostic effectué par le groupe a révélé également un nombre de facteurs négatifs:

- La situation en matière de budgets publics s'est de nouveau dégradée après la rémission relative notée en 1982.
- Le redressement de l'activité économique en Europe est moins rapide et net que dans d'autres pays industrialisés majeurs; les pays européens souffrent, sans doute, de déséquilibres financiers et de facteurs réels défavorables.
- Le chômage a certes cessé de croître dans certains pays mais, vu une reprise de l'activité économique qui, selon l'avis des experts, ne sera pas trop forte, la situation restera préoccupante.
- Les divergences entre les pays membres de la CEE et entre ceux du SME en matière de variables fondamentales (cf. le nouveau tableau G dans le supplément statistique au rapport) se sont atténuées en 1983, tout en restant élevées; la réduction de ces divergences, notamment dans le domaine des prix, sera indispensable, ne serait-ce que pour assurer la cohésion à plus long terme au sein du SME.
- Cette cohésion est plus fragile qu'on ne le croit; en effet, elle est artificiellement renforcée par la fermeté du dollar EU qui pèse notamment sur le deutsche mark. Au cas où un mouvement inverse de la relation de change entre ces deux monnaies se produirait, les tensions liées à la dispersion des résultats fondamentaux pourraient se faire jour.

En ce qui concerne les politiques monétaires au sein de la Communauté il est à noter que leur orientation a été plus souple, notamment au premier semestre de 1983, tant par rapport à l'année 1982 qu'en comparaison avec les prévisions ou objectifs. Cet assouplissement qui a eu pour origine à la fois le financement monétaire d'une partie des déficits publics et

le recours important aux emprunts publics organisés ressort clairement du rythme d'accroissement des agrégats monétaires et de crédit ainsi que de l'augmentation des taux de liquidité. Ce jugement tient encore, bien que les taux d'intérêt, corrigés de l'inflation, restent élevés; en effet, ce dernier phénomène s'explique par des facteurs ne relevant pas de la politique monétaire. D'abord, les taux d'intérêt nominaux ne suivent le ralentissement du rythme d'inflation qu'avec un certain retard. Un autre facteur - qui est plus durable - est la réduction de l'offre de fonds à long terme par suite de la baisse des taux d'épargne tandis que l'offre de travail est devenue plus abondante.

L'assouplissement des politiques monétaires a pu être toléré car il est allé de pair avec une amélioration des variables économiques fondamentales. La poursuite de cette orientation des politiques monétaires présenterait des risques de retour à l'inflation. Or plusieurs pays, par exemple l'Allemagne et la Belgique, ont resserré récemment leur dispositif monétaire et le Royaume-Uni a pris des mesures correctrices sur le plan budgétaire. Tout pris ensemble, les marges de manoeuvre pour un assouplissement des politiques monétaires sont donc limitées, et cela en particulier pour des raisons internes.

M. Raymond conclut en disant que si la situation actuelle paraît ne pas présenter d'urgence, il faut se garder d'illusions et d'imprudences.

#### B. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy indique que, depuis le printemps dernier, la situation en matière de dosage des politiques économiques diverge nettement entre les Etats-Unis d'une part, et l'Europe d'autre part. Dans le premier pays, l'orientation de la politique budgétaire est fortement expansionniste; la composante structurelle du déficit public (qui au total s'élève à 6% du PIB) est en expansion, remplaçant la composante conjoncturelle qui est en diminution par suite de la reprise de l'activité économique. En même temps, la Réserve Fédérale a resserré les conditions monétaires, infléchissant ainsi sa politique accommodante poursuivie entre l'automne 1982 et le printemps 1983. En revanche, la situation en Europe est caractérisée par un assouplissement de la politique monétaire,

assouplissement qui était partiellement lié au financement monétaire des besoins de financement des pouvoirs publics. Ces besoins atteignent 9 à 16% du PIB en Italie, en Belgique, en Irlande, au Danemark, aux Pays-Bas et en Grèce et sont nettement inférieurs, de l'ordre de 3 à 3 1/2% du PIB, dans les trois plus grands pays de la Communauté.

Cette divergence entre les deux côtés de l'Atlantique dans le dosage des politiques explique en partie l'appréciation du dollar EU par rapport aux monnaies européennes. L'évolution toute récente du deutsche mark confirme par une sorte de contre-épreuve cette proposition; en effet, le fait que le deutsche mark ne s'est pas affaibli au même degré que d'habitude dans une phase de reprise du cours du dollar tient en partie au resserrement récent des conditions monétaires en Allemagne et, partant, à l'atténuation de la divergence entre les Etats-Unis et l'Allemagne dans le dosage des politiques économiques.

Etant donné la faiblesse de l'activité économique, le dosage des politiques économiques appliqué par les pays de la Communauté en 1983 paraît acceptable mais la poursuite d'un tel dosage risquerait de causer de très graves problèmes, notamment dans le cas d'un fléchissement du cours du dollar (qui ne manquerait pas d'accentuer les tensions au sein du SME) et du maintien de la reprise conjoncturelle. A l'exception de l'Allemagne, du Royaume-Uni et en partie de la France, les pays communautaires devraient se trouver devant un choix extrêmement difficile quant à l'orientation de leurs politiques monétaires; en effet, une politique monétaire s'adaptant aux déficits publics excessifs serait susceptible de nourrir des tensions au sein du SME, tandis qu'une politique restrictive exercerait des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt nominaux et réels. Par conséquent, la persistance de déficits publics très élevés dans la plupart des pays communautaires donne lieu à des soucis pour l'avenir.

#### C. Exposé de M. Lefort

Après avoir entendu, lundi matin, la présentation du Rapport No 23 par M. Raymond, les Suppléants ont examiné un certain nombre de problèmes mis en relief par les experts et qui peuvent avoir des répercussions sur la tenue des monnaies communautaires.



Ils ont en particulier souligné:

1. La forte augmentation de la liquidité dans la plupart des économies européennes; cette situation est certes naturelle, étant donné l'état de la conjoncture, mais elle ne pourrait se prolonger sans danger.

2. Les divergences importantes qui subsistent en matière d'inflation et qui appellent encore dans certains pays une correction énergique.

3. La situation toujours préoccupante des finances publiques dans de nombreux pays, qui rend fragile le redressement plus rapide que prévu des balances des paiements dans certains pays et qui limite sans doute les possibilités de reprise de l'activité dans le secteur privé.

De l'avis des Suppléants, l'existence de plusieurs éléments négatifs est une source de préoccupations pour l'avenir du SME, notamment dans l'hypothèse d'un reflux du cours du dollar. En effet, la force actuelle de la monnaie américaine protège temporairement le SME des tensions qui pourraient, en d'autres circonstances, naître des divergences dans les facteurs fondamentaux relevés précédemment.

Dans le cas où de telles tensions apparaîtraient, notamment à la suite d'une baisse du dollar, deux attitudes seraient concevables:

- soit le strict maintien des parités existantes,
- soit des ajustements limités des parités.

La première solution aurait l'avantage d'éviter les conséquences fâcheuses des réalignements, à savoir la tendance des dévaluations et réévaluations à auto-entretenir, voire aggraver, les divergences d'inflation; elle impliquerait, outre des interventions substantielles, des politiques monétaires appropriées, c'est-à-dire un relèvement des taux d'intérêt dans les pays dont la monnaie se déprécie, et un relâchement des conditions monétaires dans les pays à monnaie forte susceptibles d'attirer des capitaux. Toutefois, certains Suppléants ont fait remarquer que la marge de manoeuvre en la matière était particulièrement étroite, au vu, entre autres, des situations économiques internes.

La seconde solution - ajustements limités des parités - supposerait la mise en oeuvre de mesures d'accompagnement suffisantes pour réduire au minimum les répercussions défavorables des réalignements sur les prix. Des Suppléants ont cependant fait observer que l'expérience a montré la difficulté d'opérer des réalignements d'ampleur limitée.

D. Discussion du Comité

M. Ortoli pense, comme M. Lamfalussy, que les divergences entre les Etats-Unis et l'Europe dans le dosage des politiques économiques expliquent en partie les différentiels de taux d'intérêt entre les deux côtés de l'Atlantique et les mouvements des relations de change entre le dollar, d'une part, et les monnaies européennes, d'autre part. La politique européenne se justifie par le souci d'inhiber les effets que la hausse des taux d'intérêt - hausse historique - exerce sur les économies européennes.

Lors de conversations récentes entre la Commission et plusieurs Ministres américains, M. Regan a exprimé sa satisfaction au sujet de l'évolution économique aux Etats-Unis. La reprise de l'activité a été plus forte qu'escompté et l'inflation a pu être maîtrisée. L'influence du déficit public sur le niveau des taux d'intérêt n'a pas été considérée comme très importante; selon l'avis de l'administration américaine, le niveau élevé des taux d'intérêt est dû principalement à la politique monétaire et aux anticipations inflationnistes.

Néanmoins, M. Regan a admis l'existence d'un problème budgétaire et a annoncé certaines mesures dans les semaines à venir. Par ailleurs, on constate une certaine amélioration dans la situation budgétaire globale aux Etats-Unis, le déficit des Etats et des communes devant faire place à un léger excédent en 1983. Plusieurs facteurs donnent lieu à des inquiétudes pour l'avenir. Le déficit de la balance commerciale a atteint un tel niveau qu'il ne peut pas rester sans conséquences sur la crédibilité du dollar et sur les tendances protectionnistes aux Etats-Unis qui se sont déjà fortement développées. Aucun pays de la Communauté, confronté à une telle évolution du déficit commercial, ne pourrait se dispenser de mesures rigoureuses en matière de politiques monétaires et budgétaires. Jusqu'à présent, l'effet de cette contrainte a pu être différé du fait notamment que l'insuffisance de l'épargne privée aux Etats-Unis (celle-ci est plus faible par rapport à la moyenne des sept cycles conjoncturels précédents) est palliée par l'augmentation des profits des entreprises et par l'apport du secteur extérieur à concurrence de 1 1/2 à 2% du PIB. Ce dernier facteur mérite réflexion car on doit s'interroger sur les conséquences qu'aurait la réduction de cet apport d'épargne qui pourrait accompagner une reprise conjoncturelle en Europe. Le résultat pourrait

être un nouveau resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis, resserrement qui poserait des problèmes pour les pays européens. En revanche, les possibilités de réduire la composante structurelle du déficit budgétaire aux Etats-Unis sont limitées. Il n'est pas question d'agir sur les dépenses de défense et, dans une année d'élections, la compression des dépenses sociales et l'amélioration des recettes fiscales sont également difficiles.

En ce qui concerne la situation budgétaire dans la Communauté, M. Ortoli souligne la nécessité de poursuivre les efforts en vue de l'assainissement des finances publiques, sinon on risque de voir apparaître des problèmes qui échappent à tout contrôle des pouvoirs publics. La charge des paiements d'intérêt sur la dette publique a progressivement augmenté et représente maintenant la plus grande partie des déficits publics: par exemple, en 1984, le déficit public pour l'ensemble des dix pays membres de la Communauté devrait s'élever à 4,7% du PIB, dont 3,9% à titre de paiements d'intérêt nets. Dans ces conditions, il n'y a pas de marge de manoeuvre dans le domaine budgétaire. L'échec ou la réussite des politiques d'ajustement dépend également de l'évolution des politiques des revenus.

M. Ortoli conclut en disant que, d'une part, la situation varie selon les pays, d'autre part, l'observation d'évolutions plus favorables dans certains domaines-clés ne devrait pas donner lieu à un relâchement des efforts d'assainissement des économies européennes.

M. Leigh-Pemberton met en relief la constatation faite dans le rapport (pages 9 et 10) selon laquelle les marges pour un nouvel assouplissement de la politique monétaire et notamment pour une baisse des taux d'intérêt sont limitées. Le niveau élevé des taux d'intérêt nominaux et réels s'explique, selon l'avis des experts, par des facteurs internes, une augmentation ou une baisse des taux d'intérêt sur le dollar n'ayant pas un impact direct pour les taux d'intérêt européens. Cette constatation est confirmée par la déclaration faite par M. Pöhl lors de la séance des Gouverneurs du Groupe des Dix du 12 décembre, selon laquelle toute baisse des taux d'intérêt en Allemagne serait déterminée par des considérations d'ordre interne, notamment la croissance monétaire et le développement du taux d'épargne. Cette attitude plutôt discrète à l'égard des rapports avec le dollar et de l'environnement international contraste avec les

plaintes qui ont été formulées par les pays européens au sujet du déficit budgétaire aux Etats-Unis. Aujourd'hui, les plaintes ne portent plus sur le déficit public total, mais plutôt sur la composante structurelle du déficit.

M. Schlesinger partage largement les opinions contenues dans le rapport du groupe d'experts et dans l'exposé verbal présenté par M. Raymond. La situation en Allemagne est caractérisée par une croissance nette du PIB en termes réels, croissance qui devrait se poursuivre en 1984; les enquêtes auprès des entrepreneurs font ressortir un plus grand optimisme quant à l'appréciation de l'avenir et même si l'on fait déduction de certaines exagérations, les signes conjoncturels restent nettement positifs. En ce qui concerne le dosage des politiques économiques, il est à noter que le déficit du gouvernement général a été limité à 4% du PIB en 1983; une réduction à environ 3% du PIB en 1984 est envisagée. Selon l'avis du Conseil des Sages en Allemagne, la composante structurelle du déficit ne s'élèverait qu'à 8 milliards de deutsche marks, soit un demi pourcent du PIB. L'assainissement des finances publiques se fait par la compression des dépenses publiques qui, comme en 1983, ne s'accroîtront que de 2 à 3% en 1984.

Durant le premier semestre de 1983, la politique monétaire en Allemagne a été involontairement plus souple que prévu; depuis l'été, elle est devenue moins expansionniste. Quant à l'objectif quantitatif pour 1984 qui sera fixé le 15 décembre, le Direktorium de la Bundesbank proposera au Conseil de banque centrale de fixer cet objectif de manière à ne pas resserrer les conditions monétaires, c'est-à-dire de reconduire le rythme d'accroissement de 5% (sur base annuelle) de la monnaie de banque centrale, observé au cours des derniers mois.

Les objectifs des politiques budgétaire et monétaire visent à retrouver une certaine ligne de stabilité. La situation actuelle ne donne pas de marges de manoeuvre significatives, notamment du fait de la poursuite de la reprise conjoncturelle en 1984. Par ailleurs, le nouveau tableau G mentionné par M. Raymond appelle certains commentaires. Il fait ressortir par exemple une dégradation des finances publiques pour la Communauté dans

son ensemble alors que l'écart-type entre les résultats dans les différents pays s'est rétréci. Or, la réduction des divergences moyennant un rapprochement des déficits à un haut niveau n'est pas un élément positif.

La situation en Allemagne est plus fragile que l'on ne pense. La balance des paiements courants dégage un excédent qui, selon les prévisions, se poursuivrait en 1984 en dépit de la reprise de l'activité économique. Toutefois, une nouvelle dépréciation du deutsche mark vis-à-vis du dollar pourrait entraîner une détérioration du compte courant, voire un déficit. Les sorties de capitaux ont diminué au cours de l'année 1983; temporairement, la balance des capitaux a même dégagé un solde positif, mais plus récemment les mouvements de capitaux se sont développés de manière très irrégulière. Il est à noter que les autorités allemandes n'ont aucune intention de contrôler ces mouvements, même si des idées ont été lancées dans ce sens par M. Feldstein et par des personnalités allemandes en vue d'améliorer le rapport de change entre le dollar et le deutsche mark. En effet, la libre circulation des capitaux est considérée comme une condition de base pour la liberté en matière d'échanges commerciaux, et la plupart des pays européens partagent certainement cet avis.

En réponse à une question posée par M. Lamfalussy au sujet des hypothèses en matière d'expansion de la demande intérieure et des exportations, M. Schlesinger indique que le PNB devrait augmenter de 2,5 à 3% en 1984. L'effet de stagnation de la demande des pouvoirs publics serait plus que compensé par une activité d'investissement très animée et une reprise des exportations qui s'accroîtraient de 4 à 5% en volume. Toutefois, par suite de l'essor conjoncturel, les importations devraient marquer une croissance du même ordre de grandeur si bien que l'excédent de la balance des paiements courants ne devrait guère changer. Par conséquent, la politique économique poursuivie en Allemagne n'exercerait aucun effet négatif sur la situation conjoncturelle dans le reste du monde.

M. Ciampi exprime son appréciation pour la qualité et la clarté du rapport des experts. Il partage le jugement que, malgré le niveau élevé des taux d'intérêt à long terme déflatés, les conditions monétaires ont eu tendance à s'assouplir dans la majorité des pays de la CEE. En Italie, le besoin de financement du secteur public est resté considérable mais il

n'a été couvert que de façon négligeable par des moyens monétaires. En effet, une nouvelle hausse des taux d'intérêt réels à long terme a rendu possible un financement sur le marché financier. En Italie, comme dans d'autres pays, ce niveau élevé des taux d'intérêt s'explique en partie par les anticipations inflationnistes et par l'assèchement de l'offre de capital à long terme; les mauvais résultats budgétaires récents et les difficultés rencontrées pour appliquer dans ce domaine une stratégie à moyen terme demeurent cependant les facteurs principaux et représentent les contraintes les plus sérieuses pour la politique monétaire.

En réponse à une remarque de M. Ortolì, M. Ciampi reconnaît le danger, en Italie, d'un lourd fardeau des intérêts de la dette publique, mais il estime que ce n'est qu'en réduisant le déficit budgétaire lui-même et en diminuant l'inflation qu'il sera possible d'abaisser les taux d'intérêt et d'alléger ce fardeau. Même si la loi de finances actuellement en discussion au Parlement est approuvée avant la fin de l'année, il sera nécessaire de procéder à une nouvelle discussion en 1984 pour réduire le déficit qui est contenu dans cette loi. Simultanément, le gouvernement essaye de mettre en oeuvre une politique des revenus et des prix. Tant que tous ces efforts n'auront pas produit des résultats probants, aucun infléchissement de la politique monétaire ne sera possible.

M. Hoffmeyer félicite M. Raymond pour le rapport très clair et bien articulé qui a été établi par son groupe. Il ne pense pas qu'un affaiblissement du dollar entraînerait de fortes pressions sur le SME. En effet, après une période tumultueuse, entre le début de 1982 et le printemps de 1983, où des dévaluations agressives apparaissaient concevables comme une des règles de jeu du système, l'attitude actuelle est beaucoup plus prudente et juge dangereuses ces pratiques anciennes. L'idée générale qui sous-tend le rapport, à savoir que la politique monétaire a sans doute été trop relâchée, mérite pour le Danemark d'être nuancée. Dans ce pays, les taux à long terme et à court terme ont chuté respectivement de 22 à 14% et de 18 à 12%. Après impôt, la différence entre ces deux catégories est pratiquement nulle, ce qui a provoqué une augmentation des actifs à plus court terme et une diminution des actifs

à plus long terme. Ainsi, selon les concepts traditionnels, la masse monétaire s'est accrue alors qu'il n'y avait pas d'initiative de la banque centrale et pas de financement monétaire du Trésor. Théoriquement, le choix pourrait être, soit de pousser les taux à long terme vers le haut, mais avec un taux de chômage de 10% et d'inflation ramené à 5-6% c'était peu approprié et pas réalisable politiquement; soit de faire baisser les taux à court terme, ce qui aurait fait perdre l'emprise de la banque centrale sur les banques commerciales. Cette situation au Danemark montre qu'il est difficile d'apprécier l'orientation effective de la politique monétaire tant sur la base des agrégats que sur celle des taux déflatés.

M. Duisenberg fait remarquer que le budget pour 1984, déposé par le gouvernement en septembre dernier, vise à stabiliser le fardeau des impôts et des cotisations sociales et à réduire le déficit du secteur public. Ces deux objectifs doivent être atteints par une compression des dépenses publiques. A la différence des années précédentes, où des déclarations de ce genre sont restées sans suite pratique, des mesures rigoureuses ont été prises, en dépit d'un chômage de 17% de la population active et de l'absence de perspectives d'amélioration à court terme dans ce domaine. En réalisant la compression des dépenses publiques, le gouvernement a mis l'accent sur la réduction des dépenses dans la fonction publique. Les rémunérations des fonctionnaires et les prestations sociales non seulement ne seront pas ajustées en fonction de la hausse des prix à la consommation en 1984 (environ 2 1/2%), mais seront de plus réduites de 3%. Ces mesures ont provoqué des grèves prolongées dans diverses branches du secteur public, mais le gouvernement n'a pas cédé. Dans le secteur privé, les salaires nominaux se sont développés de manière très modérée et devraient être stables en 1984. Tout compte fait, la compétitivité de l'économie néerlandaise s'est améliorée nettement et il y a donc de bonnes chances de bénéficier de la reprise du commerce mondial. La réduction des revenus réels ne s'est pas fait ressentir jusqu'à présent sur la dépense intérieure du fait d'une certaine désépargne de la part des ménages; en 1984, il faut cependant compter sur une contraction de la consommation privée dont l'effet négatif sur la croissance réelle devrait être compensé par l'expansion des exportations. En dépit du décalage conjoncturel par rapport tant aux Etats-Unis qu'aux pays membres de la Communauté, le gouvernement reste attaché à

l'idée qu'avant de penser à un relâchement conjoncturel des politiques économiques, il faut d'abord ajuster les déséquilibres structurels.

La situation monétaire aux Pays-Bas a été marquée par une croissance rapide des agrégats monétaires et une augmentation nette du taux de liquidité. Il s'agit cependant d'un phénomène qui est essentiellement lié à l'état déprimé de l'économie néerlandaise. En effet, l'accumulation des liquidités s'est produite surtout dans le secteur des entreprises, lesquelles, en dépit des perspectives améliorées, semblent hésiter à investir et préfèrent donc détenir leurs actifs sous forme liquide. Vu cette aisance de liquidités dans le secteur des entreprises, la reprise de l'activité d'investissement ne devrait pas donner lieu à une croissance significative des crédits à l'économie interne.

M. Chalikias souligne que la situation en Grèce diffère, à plusieurs égards, de celle des autres pays. En effet, la politique monétaire est devenue plus restrictive depuis 1982, le rythme d'accroissement des agrégats monétaires s'étant décéléré et les taux d'intérêt étant montés progressivement. Les objectifs monétaires et de crédit pour 1984 n'ont pas été annoncés jusqu'à présent, mais il est envisagé de poursuivre une politique restrictive. La politique des revenus marque également un renversement; le taux de progression des salaires nominaux dans le secteur privé a été ramené de 27% en 1982 à 17% en 1983, soit une baisse des revenus de 3 à 4% en termes réels. Le besoin de financement net du secteur public a été réduit à 13% du PIB et les méthodes de financement ont été améliorées.

En dépit du degré plus restrictif des politiques économiques en 1983, les données fondamentales ne se sont guère redressées. Tout en se décélérant quelque peu, la hausse des prix s'élève encore à 20%, et les paiements courants se soldent encore par un déficit de deux milliards dollars. Les bénéfices des entreprises ne se sont guère améliorés, d'où la stagnation de l'activité d'investissement. La réponse lente et insuffisante des données fondamentales au resserrement des politiques économiques semble refléter plusieurs facteurs: l'effet retardé des politiques économiques peu fermes menées antérieurement (notamment le relâchement opéré en 1981 dans la période pré-électorale), les fortes anticipations inflationnistes, l'environnement international peu favorable à l'économie grecque, la



dévaluation de la drachme et l'augmentation des tarifs publics; cette dernière a poussé le taux d'inflation au-delà de la tendance sous-jacente en matière de hausse des prix. La balance des paiements courants souffre des faiblesses structurelles de l'économie grecque. L'adhésion aux Communautés européennes a entraîné un déficit de la balance des produits agricoles alors que, depuis 1981, la pénétration de produits manufacturés en provenance des pays communautaires s'est accentuée. La part importante des transactions invisibles dans les recettes fait que la Grèce souffre tout particulièrement de la faible activité économique sur le plan mondial, car les transactions invisibles sont affectées beaucoup plus que les exportations de produits de base par les fluctuations conjoncturelles. Les entrées de capitaux privés ont baissé progressivement de 1,5 milliard de dollars en 1980 à 700 millions en 1982 mais, suite au resserrement de la politique monétaire, elles ont repris et devraient atteindre un montant d'environ 1 milliard de dollars en 1983. Toutefois, la structure particulière de la balance des paiements donne lieu à un certain optimisme quant à l'avenir. D'une part, le déficit courant étant pour une bonne partie d'origine conjoncturelle, il devrait se réduire en liaison avec la reprise de l'activité économique sur le plan mondial. D'autre part, la Grèce n'est pas soumise à la contrainte d'éliminer son déficit courant. La réduction d'un tiers de ce déficit et la poursuite d'entrées de capitaux privés de l'ordre de grandeur de 1,5 milliard de dollars seraient suffisantes pour stabiliser le rapport entre le service de la dette extérieure et le PIB.

M. Ó Cofaigh souligne les progrès accomplis par son pays dans la voie de la maîtrise de l'inflation (le taux d'inflation a été ramené à 10%) et de l'ajustement extérieur (le déficit courant s'est rétréci de 14% du PIB en 1981 à 2,5% en 1983). Le redressement des données fondamentales et l'augmentation des réserves de change officielles ont permis aux autorités irlandaises de baisser les taux d'intérêt qui avaient atteint, au début de 1983, un niveau insoutenable à long terme. Si la politique d'assainissement des finances publiques est poursuivie en 1984 avec autant de rigueur qu'en 1983, la politique monétaire pourrait

suivre une orientation plus neutre que dans le passé. Une baisse des taux d'intérêt est désirée d'autant plus que, après les Pays-Bas, l'Irlande est le pays qui connaît le taux de chômage le plus élevé dans la Communauté.

M. Ó Cofaigh conclut en estimant que la situation, tant dans son pays que dans la Communauté, et les perspectives pour l'avenir sont plus favorables que ne le fait ressortir le rapport des experts.

Le Président fait remarquer que la politique monétaire en France est conçue de manière à contribuer à la lutte contre l'inflation et au rétablissement des comptes extérieurs, les deux problèmes fondamentaux de l'économie française. Le PIB nominal devrait s'accroître d'environ 10% en 1983 et de 7,5 à 8% en 1984, reflétant une hausse des prix légèrement inférieure et une faible expansion de la production en volume. Les normes pour la croissance monétaire ont été progressivement réduites, de plus de 15% il y a quelques années, à 9% en 1983, nettement en deçà de la progression du PIB nominal. Selon les statistiques disponibles, la croissance monétaire effective pourrait être légèrement inférieure à cette norme. Pour l'année 1984, l'objectif n'a pas encore été arrêté mais il est envisagé de ramener l'objectif pour la croissance de M2 au-dessous du taux d'expansion du PIB nominal.

En ce qui concerne la résorption du déficit extérieur, le Président rappelle qu'en 1982 ce déficit avait détruit 4% de la masse monétaire; cela signifiait une croissance de 16% du crédit interne, l'expansion monétaire ayant été d'environ 12%. En 1983, l'objectif de 9% sera atteint au moyen d'une progression de 11% du crédit interne et d'une destruction monétaire de 2%. Cette amélioration se fonde sur la réduction de moitié du déficit de la balance des paiements courants (40 milliards en 1983 contre 80 milliards en 1982). L'objectif monétaire pour 1984 anticipe une destruction monétaire externe de 1%, partant de l'hypothèse que le déficit courant se réduira de nouveau de moitié pour s'élever à environ 20 milliards de francs français. La norme implicite de 7 à 8% pour l'expansion du crédit interne manifeste clairement l'excès du déficit budgétaire qui devrait porter sur 3 à 3 1/2% du PIB en 1984.

En effet, bien que ce déficit soit un des moins élevés dans la Communauté, son financement risque d'entraîner des effets d'éviction au détriment du secteur privé, tant en ce qui concerne les disponibilités de crédit bancaire que le marché financier; le Trésor absorbe environ la moitié du crédit bancaire et un tiers du volume global des émissions obligataires.

Concluant sur le débat du Comité, le Président estime que les préoccupations majeures portent sur trois points:

- En dépit de la diversité des situations nationales, l'état des finances publiques demeure préoccupant tant aux Etats-Unis qu'en Europe. Cette situation obère la politique monétaire.
- L'évolution future du cours du dollar est incertaine. L'ampleur des déficits aux Etats-Unis de la balance des paiements courants et du budget pourrait amener, tôt ou tard, les marchés des changes à revoir leur appréciation sur la valeur externe du dollar avec la conséquence d'un affaiblissement net et peut-être rapide de la devise américaine. Toutefois, la reprise de l'activité économique aux Etats-Unis, la vigueur dont les entreprises font preuve et les gains de productivité (dont une partie n'est pas simplement de nature conjoncturelle, mais devrait être durable) représentent des facteurs de soutien du cours du dollar.
- L'expérience du passé oblige à prendre en considération l'éventualité qu'une baisse du cours du dollar accentue les tensions au sein du SME bien que certains Gouverneurs se soient montrés moins soucieux de cette perspective. La question de savoir comment les politiques économiques devraient réagir à une telle situation mérite une réflexion.

Le Président clôture la discussion en remerciant MM. Raymond, Lamfalussy et Lefort de leur contribution à l'échange de vues des Gouverneurs.

IV. Poursuite de l'échange de vues sur les études envisagées dans le domaine monétaire international

M. Lefort indique que les Suppléants ont évoqué brièvement le programme de travail élaboré par les Suppléants du Groupe des Dix lors de leur réunion du 17 novembre 1983. M. Dini pourrait présenter et commenter ce programme.

M. Dini rappelle que, lors de leur séance du 17 novembre 1983, les Suppléants du Groupe des Dix sont convenus de centrer leurs travaux autour de quatre grands sujets:

- le fonctionnement du régime de taux flottants, les causes de l'instabilité des cours de change et les implications de politique économique,
- le renforcement de la surveillance multilatérale en vue d'atteindre une coordination plus étroite des politiques qui influencent les taux de change et de promouvoir la stabilité de ces derniers,
- la liquidité internationale, y compris le rôle du crédit bancaire international, la composition des réserves et le rôle du DTS,
- la position du FMI, notamment sa vocation dans le processus d'ajustement extérieur et la préservation de son rôle monétaire.

En vue de ces études, un certain nombre d'institutions internationales, telles que le FMI, l'OCDE, la CEE et la BRI, ont accepté de préparer des documents de base. Ces documents (dont les premiers seraient disponibles mi-janvier) ainsi que des documents plus politiques promis par les délégations nationales seront discutés par les Suppléants en vue d'arriver ensuite à des recommandations aux Ministres et aux Gouverneurs du Groupe des Dix.

La prochaine séance des Suppléants pourrait se tenir vers la fin de janvier ou le début de février 1984 et aurait pour objet l'examen des documents de base. Au niveau des Ministres et des Gouverneurs, le 15 février a été proposé comme date possible d'une première réunion, qui ne pourrait être consacrée qu'aux questions de procédure. Les questions de fond seraient traitées lors d'une seconde réunion des Ministres et des Gouverneurs du Groupe des Dix qui, en principe, devrait avoir lieu en liaison avec celle du Comité intérimaire en mai 1984. La date précise de cette réunion n'est pas encore fixée.

En réponse à une question posée par le Président, M. Lamfalussy souligne que la note à établir par la BRI sur la liquidité internationale pourrait être disponible vers la mi-janvier; même si elle pouvait être prête pour la prochaine séance du Comité des Gouverneurs, il ne serait pas indiqué de la discuter sans une préparation préalable sérieuse.

Le Président clôture ce point à l'ordre du jour en annonçant qu'en janvier 1984 le Comité sera appelé à faire de nouveau le point de la procédure et du calendrier des travaux.

#### V. Présidence du Comité

Le Président rappelle que son mandat en tant que Président du Comité des Gouverneurs viendra à expiration le 31 décembre 1983. Selon la règle générale de l'ancienneté, M. Pöhl aurait été appelé à la Présidence du Comité, mais il souhaite se consacrer à la Présidence des Gouverneurs du Groupe des Dix. Le suivant sur la liste est le Gouverneur Ó Cofaigh; M. de la Genière propose donc que le Comité l'appelle à sa Présidence pour l'année 1984.

Le Président constate l'accord des Gouverneurs pour désigner M. Ó Cofaigh comme Président du Comité des Gouverneurs pour la durée normale du mandat, à savoir un an à partir du 1er janvier 1984.

M. Ó Cofaigh remercie ses collègues de la confiance qu'ils lui manifestent.

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

##### - Présidence du groupe d'experts "Politiques monétaires"

Le Président rappelle que, lors de sa séance du 9 décembre 1980, le Comité a nommé M. Raymond comme Président du groupe d'experts pour une période de trois ans à compter du 1er janvier 1981. Ce mandat expirant le 31 décembre 1983, le Comité doit donc désigner un nouveau Président.

M. Ciampi tient à dire combien le Comité apprécie le travail fait par le groupe d'experts sous la présidence de M. Raymond. Il propose de concrétiser cette appréciation en renouvelant le mandat de M. Raymond pour une période de trois ans.

Le Président constate l'accord du Comité sur la proposition faite par M. Ciampi de désigner M. Raymond Président du groupe d'experts pour une nouvelle période de trois ans à compter du 1er janvier 1984.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu le mardi 10 janvier 1984 à Bâle, à 10 heures.

\* \* \*

A l'issue de la séance, M. Ó Cofaigh se fait l'interprète du Comité pour remercier M. de la Genière pour l'année de présidence qu'il vient d'exercer; il le félicite pour la manière souveraine et aimable dont il a dirigé le Comité et pour la clarté des conclusions qu'il a tirées des discussions des Gouverneurs.

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

NOVEMBRE 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 novembre et les premiers jours de décembre 1983.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En novembre, les marchés des changes sont demeurés fortement influencés par des considérations de taux d'intérêt et par des facteurs politiques qui ont entraîné un raffermissement du dollar et du yen japonais à l'égard de toutes les monnaies.

Le dollar EU s'est raffermi durant la majeure partie du mois, sous l'effet conjugué d'un ensemble de facteurs internes et internationaux. Sur le plan national, le dollar a été conforté par de nouvelles évidences quant à la vigueur de la reprise économique, évidences qui ont renforcé l'attrait des placements dans des avoirs en dollars et qui ont amené les opérateurs sur le marché à penser que la politique monétaire risquait de devoir être resserrée pour éviter une résurgence de l'inflation. En outre, le retard apporté par le Congrès des Etats-Unis à l'approbation d'un

---

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

relèvement du plafond de la dette fédérale a fait redouter qu'une "vague" d'opérations de financement du Trésor en décembre n'engendre une pression à la hausse des taux d'intérêt à court terme. Les facteurs internationaux qui ont accentué le caractère de "valeur-refuge" du dollar ont été la persistance de tensions politiques dans le monde, et en particulier l'aggravation des conflits au Moyen-Orient. L'annonce, le 29 novembre, d'un déficit commercial record en octobre aux Etats-Unis, n'a entraîné des ventes de dollars que pendant un bref moment. Sur l'ensemble du mois, le dollar s'est apprécié de 2,5% en moyenne par rapport aux monnaies du SME, de 2,1% vis-à-vis de la livre sterling et de 1,2% à l'égard du franc suisse, alors qu'il a légèrement fléchi (0,3%) par rapport au yen japonais.

Au sein du SME, les conditions ont été relativement stables. La configuration de la bande ne s'est pratiquement pas modifiée tout au long du mois, toutes les monnaies du système, à l'exception du franc belge, étant regroupées dans la moitié supérieure de la bande étroite de fluctuation. Le franc français s'est situé au sommet de la bande ou à proximité de ce dernier, cédant parfois sa place à la livre irlandaise ou à la couronne danoise.

Le franc belge est demeuré au bas de la bande du SME et a dû être soutenu de manière substantielle aux limites bilatérales durant la majeure partie du mois. Pour tenter d'atténuer les pressions persistantes qui se sont exercées sur sa monnaie, la Banque Nationale de Belgique a annoncé, le 23 novembre, un relèvement d'un point, à 10% et 11% respectivement, des taux d'escompte et d'avances sur titres. Le franc s'est ensuite légèrement redressé par rapport aux autres monnaies du SME.

Les résultats favorables de la balance commerciale au cours des derniers mois ont permis au franc français de se maintenir le plus souvent au sommet de la bande étroite. La Banque de France a procédé à d'importants achats de deutsche marks et est intervenue fréquemment à la limite pour soutenir le franc belge.

En partie sous l'effet de la vigueur du dollar EU, le deutsche mark s'est affaibli légèrement au sein du SME. L'autre facteur important qui a exercé une incidence défavorable sur la monnaie allemande a été la quasi-faillite d'une grande banque privée allemande et les rumeurs



qui ont suivi faisant état d'autres difficultés dans le secteur bancaire. Le deutsche mark a également été affecté par des problèmes politiques internes. La Bundesbank est intervenue fréquemment durant le mois pour soutenir sa monnaie, au moyen de ventes substantielles de dollars EU.

Le florin néerlandais a été généralement stable et, dans l'ensemble, n'a pas été touché par les mouvements de grève déclenchés dans le service public pour protester contre les mesures restrictives proposées par le gouvernement.

La couronne danoise a bénéficié d'une situation calme et s'est maintenue aisément dans la partie supérieure de la bande étroite.

La lire italienne est demeurée la monnaie la plus forte au sein du SME, s'appréciant légèrement par rapport à toutes les autres monnaies participantes. La Banca d'Italia a procédé à des achats appréciables de dollars EU tout au long du mois et à quelques acquisitions de deutsche marks vers le début du mois.

La livre irlandaise est restée relativement stable et la Central Bank of Ireland a effectué des interventions modérées dans les deux sens.

La livre sterling s'est affaiblie à l'égard du dollar EU, mais s'est appréciée vis-à-vis des monnaies du SME. En termes effectifs, la livre a légèrement baissé, l'indice pondéré en fonction des échanges commerciaux diminuant de 0,6 pour se situer à 83,1. L'annonce, le 24 novembre, de chiffres défavorables pour la balance commerciale d'octobre a quelque peu déprimé la monnaie, mais l'opinion du marché a continué d'être favorablement influencée par l'attente d'un raffermissement des taux d'intérêt et par la menace que faisait planer le conflit du Moyen-Orient sur l'approvisionnement pétrolier du monde occidental.

La drachme grecque a cédé 3,0% par rapport au dollar EU et 0,6% en termes d'Ecus.

Le franc suisse s'est affaibli à l'égard du dollar, mais dans une moindre mesure que les monnaies du SME, en raison de mouvements de capitaux favorables.

Par suite de l'excédent croissant de la balance des paiements courants, la couronne norvégienne a continué de faire preuve d'une ténacité à la fermeté, et la Norges Bank a effectué d'importants achats de

dollars au cours du mois. La couronne s'est dépréciée de 1,4% par rapport au dollar EU, mais a gagné 1,1% en moyenne vis-à-vis des monnaies du SME.

La couronne suédoise a fléchi de 1,7% vis-à-vis du dollar EU, mais a été stable en termes effectifs. La Sveriges Riksbank a acheté des montants modérés de dollars au début de novembre.

Le yen a continué de se raffermir par rapport à toutes les monnaies, atteignant des niveaux records à l'égard du deutsche mark et de plusieurs autres monnaies européennes. Il s'est apprécié de 0,3% en termes de dollars EU et de 2,9% vis-à-vis des monnaies du SME. Il a bénéficié non seulement de l'excédent substantiel du commerce extérieur, mais aussi du récent accord Etats-Unis/Japon sur les mesures visant à améliorer le cours de change à l'égard du dollar EU.

Le dollar canadien s'est légèrement affaibli par rapport au dollar EU par suite de la persistance d'un écart défavorable de taux d'intérêt avec les Etats-Unis, d'une forte demande de dollars EU pour le service de la dette extérieure et d'un certain amenuisement de l'excédent commercial du Canada. La monnaie canadienne s'est toutefois appréciée à l'égard de la plupart des autres monnaies pendant le mois sous revue.

## II. INTERVENTIONS

### A. Interventions en dollars EU

En novembre, les achats bruts effectués par les banques centrales pour un montant de \$EU 1,5 milliard ont été compensés par des ventes brutes d'un montant similaire. A titre de comparaison, on relevait en octobre \$EU 0,6 milliard d'achats nets, se décomposant en \$EU 2,1 milliards d'achats bruts et \$EU 1,5 milliard de ventes brutes.

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

B. Interventions en monnaies communautaires

Le montant brut des interventions en monnaies communautaires s'est élevé pendant le mois à l'équivalent de \$EU 1,5 milliard, chiffre légèrement supérieur à celui d'octobre (\$EU 1,4 milliard). Les deux tiers de ce montant ont porté sur des achats de deutsche marks à l'intérieur des marges, effectués principalement par la Banque de France et la Banca d'Italia. Le reliquat correspond pour l'essentiel à des achats de francs belges contre francs français au cours limite bilatéral d'intervention.

III. PREMIERS JOURS DE DECEMBRE

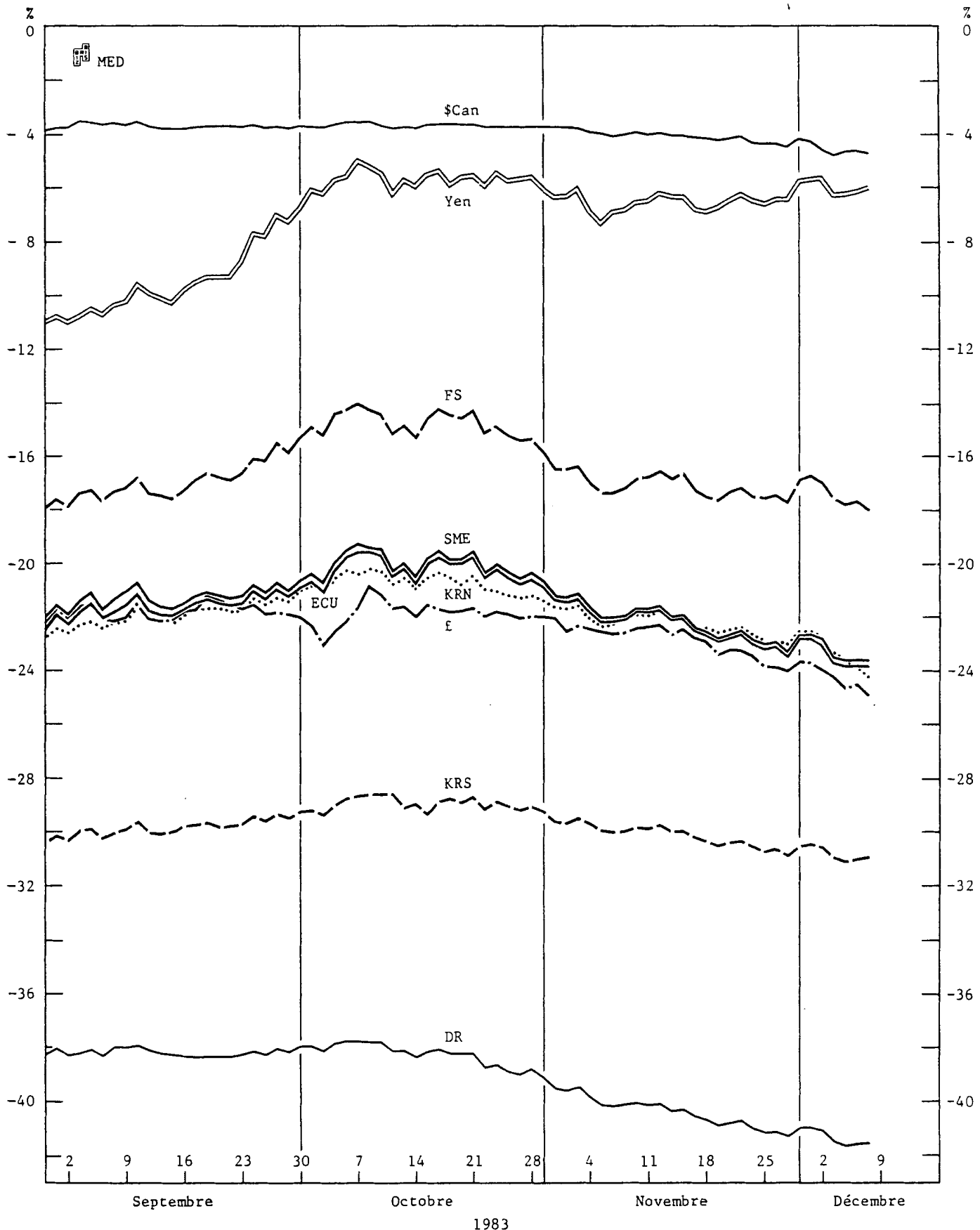
Les premiers jours de décembre ont été caractérisés par un nouvel accès de hausse du dollar par rapport à toutes les monnaies, attribué principalement à une nouvelle baisse sensible du taux de chômage aux Etats-Unis, au raffermissement des taux d'intérêt américains et aux anticipations de plus en plus nombreuses concernant leur maintien à des niveaux élevés.

Malgré des ventes de dollars, celui-ci a atteint des sommets sans précédent à l'égard de nombreuses monnaies européennes.

On n'a pas noté de variations importantes dans la position des monnaies au sein du SME. Le deutsche mark est resté faible, reflétant la force du dollar EU. Le franc belge est demeuré à proximité du bas de la bande étroite, bien que la Banque Nationale de Belgique ait effectué d'importantes interventions. La couronne danoise s'est légèrement affaiblie en raison de l'incertitude de la situation politique au Danemark.

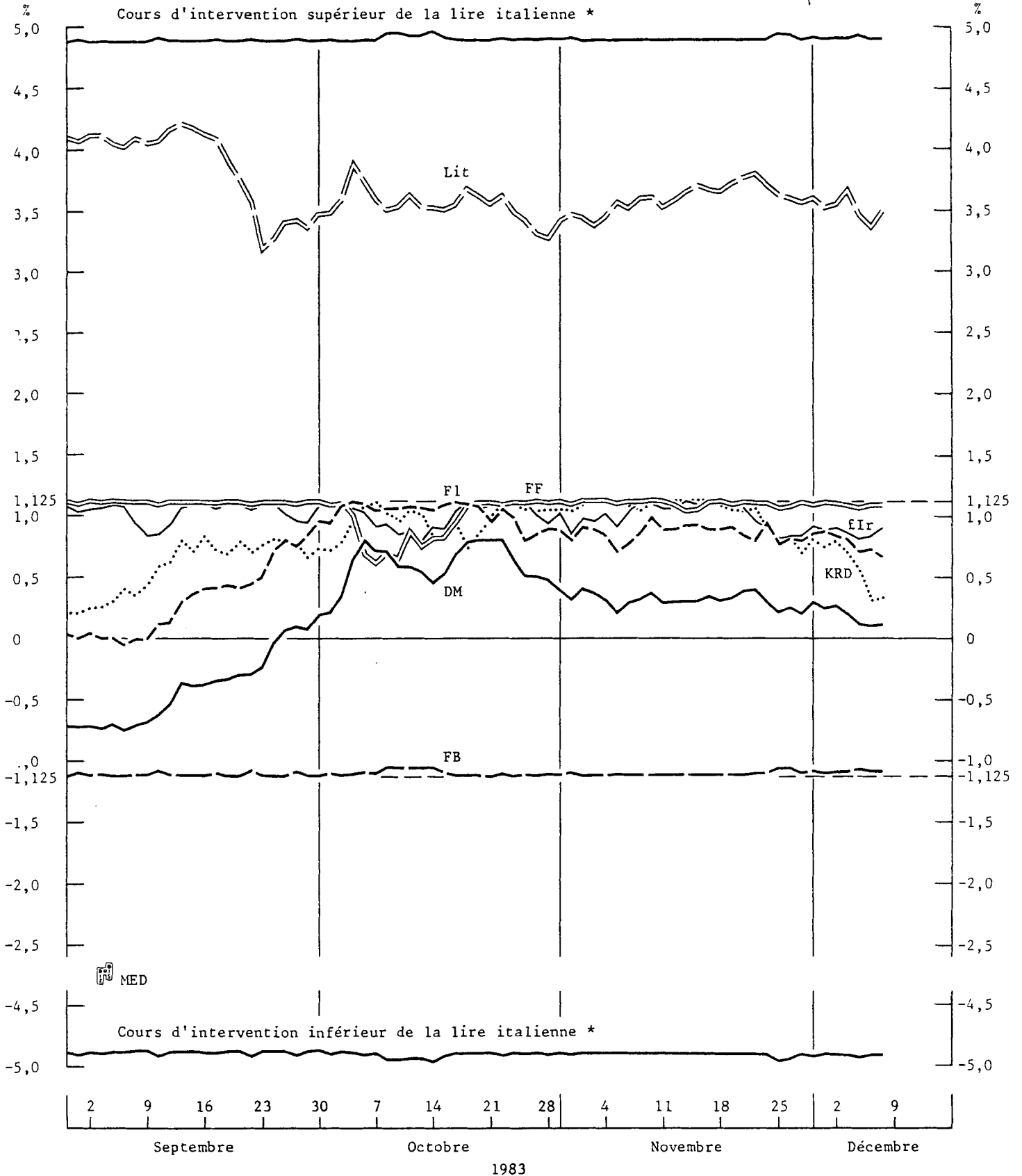
Des interventions ont été effectuées en dollars et en monnaies du SME. Les principaux vendeurs de dollars ont été les banques centrales d'Allemagne, de Belgique et du Canada, tandis que la Banque de France a acheté des quantités substantielles de deutsche marks.

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 \*



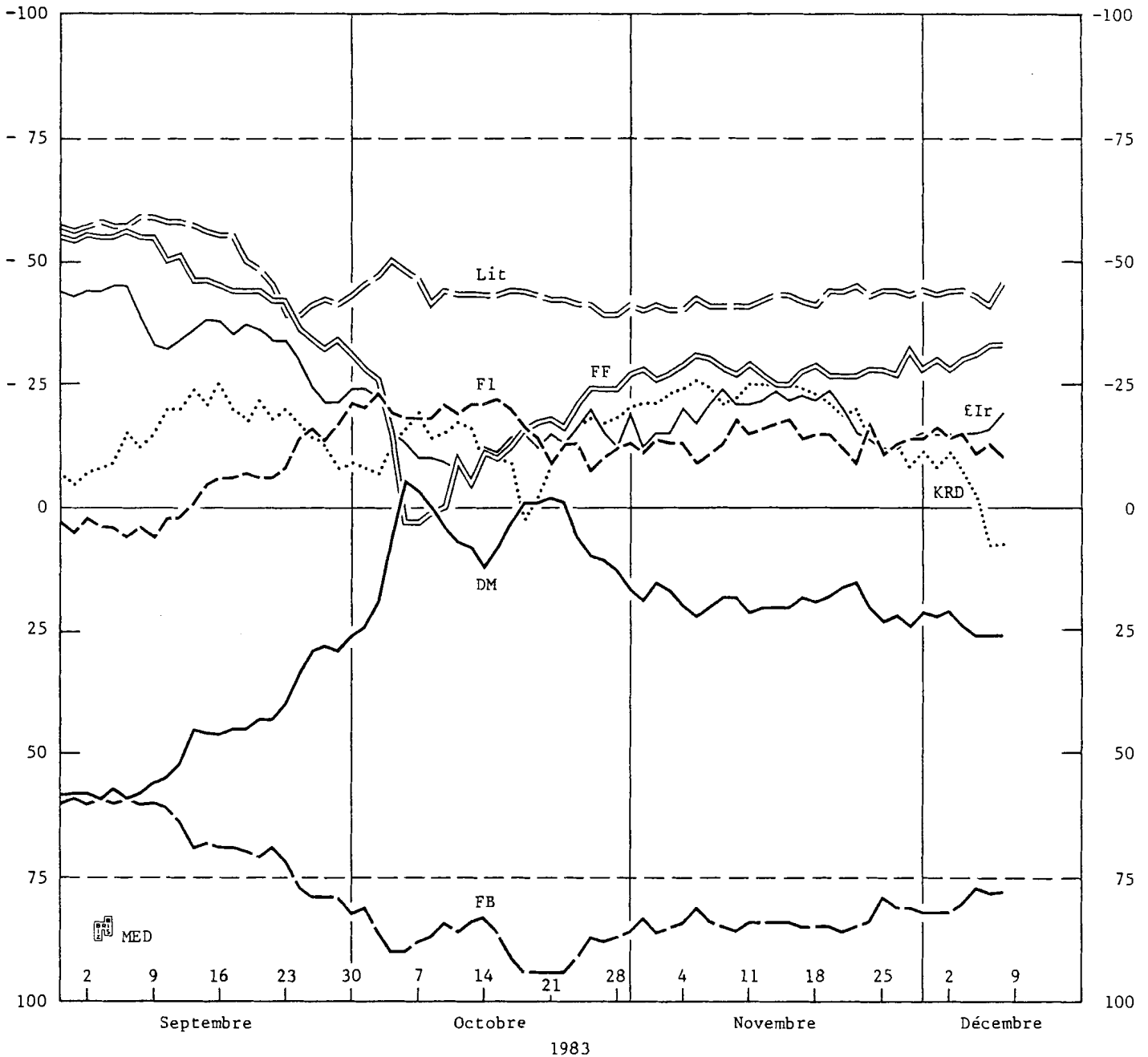
\* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés 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  $\pm 2,25\%$ .

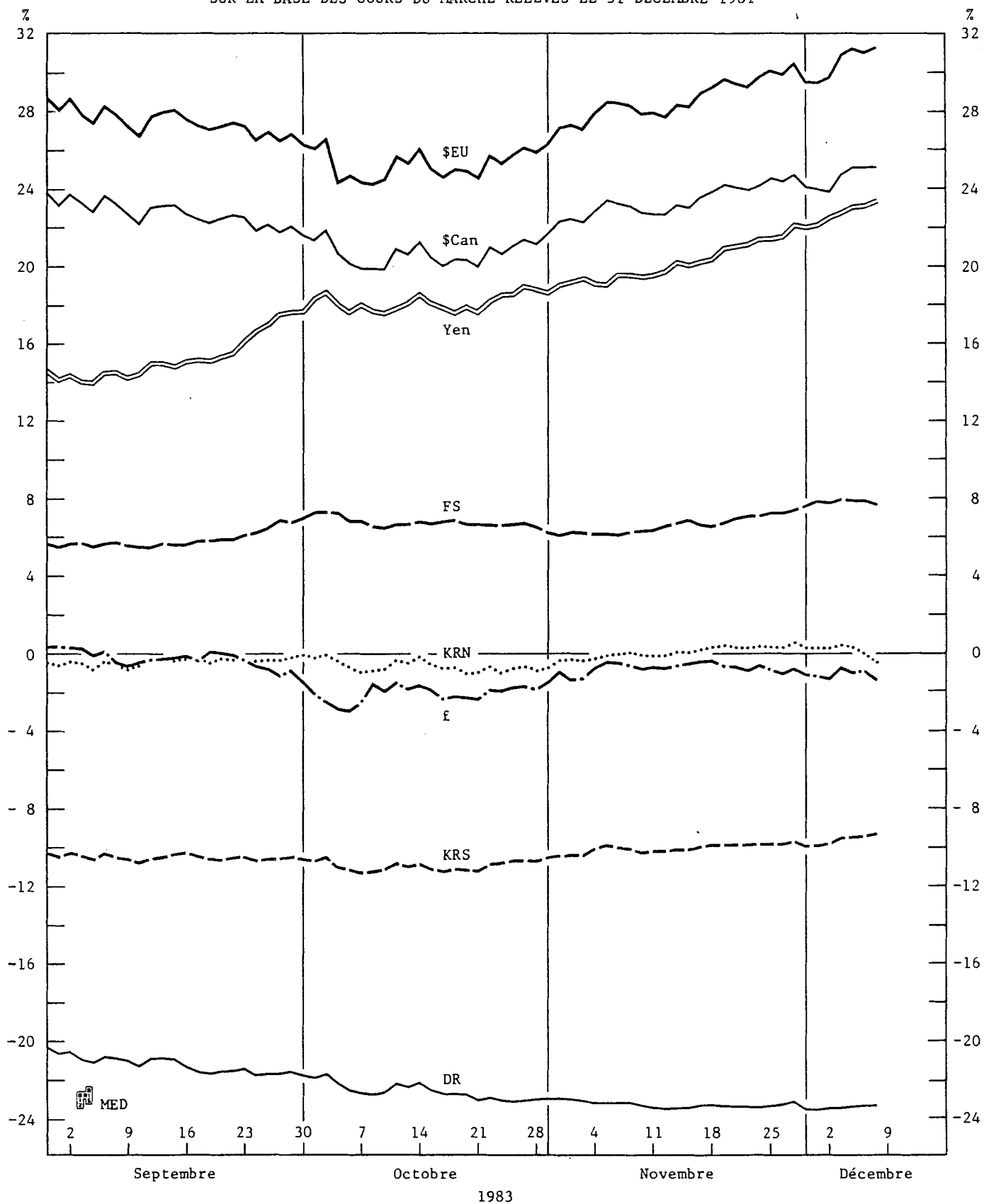
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* 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.

8 décembre 1983

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.

8 décembre 1983