

PROCES-VERBAL\*DE LA 172e SEANCE  
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES  
DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE 11 JANVIER 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 Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke, Kloft et von Rosen; le Vice-Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par M. Papanicolaou; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Directeur Général des Affaires économiques et financières à la Commission des Communautés européennes, M. Padoa-Schioppa, accompagné par MM. Kees et Mingasson; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. 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 aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 171e séance

Le procès-verbal de la 171e séance, tenue le 14 décembre 1982, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 8 février 1983, 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 1982 et des premiers jours de janvier 1983,
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE,
- Série mensuelle de statistiques.

M. Dalgaard résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal.

Avant de demander au Président du Comité des Suppléants d'exposer les commentaires de ces derniers sur le rapport "concertation", le Président invite M. Chalikias à présenter quelques informations sur l'opération monétaire, décidée par les autorités grecques, que les Gouverneurs ont apprise par la presse lundi matin.

M. Chalikias fait l'exposé résumé ci-après.

La dévaluation de la drachme était attendue et a même trop tardé, étant donné que depuis deux ans et demi la monnaie grecque était devenue nettement surévaluée. Durant cette période, la drachme s'est, en fait, comportée comme une monnaie du SME alors que le taux d'inflation était plus de deux fois supérieur au taux moyen de la Communauté. Il en est résulté une érosion très forte de la compétitivité de l'économie grecque: si l'on prend par exemple les coûts unitaires de main-d'oeuvre, la compétitivité a baissé au cours des deux dernières années de 17,5% par rapport aux 19 principaux partenaires commerciaux de la Grèce et de 26% par rapport aux pays de la CEE. En outre, les recettes d'invisibles, et en particulier les entrées de capitaux privés, ont fortement diminué (-50% environ d'une année à l'autre) or celles-ci constituent une source essentielle de financement du déficit courant.

Dans ces conditions, tous les observateurs de la scène économique grecque escomptaient ou même recommandaient une dévaluation de la drachme. Les autorités ont retardé une telle opération pour une série de raisons:

- volonté de mettre l'accent sur la stabilisation de l'économie,
- nécessité de réunir au préalable les conditions appropriées pour réussir la dévaluation,
- risque de dévaluer alors que le dollar s'appréciait, étant donné la sensibilité de la population grecque au cours de la monnaie américaine.

De gros efforts ont déjà été faits en 1982 et sont poursuivis pour stabiliser l'économie et préparer ainsi le terrain à une dévaluation réussie.

La tendance à la hausse des besoins d'emprunt du secteur public a été arrêtée et renversée. Mesurés en pourcentage du PIB, ces besoins ont baissé de 15% en 1981, à environ 13,5% en 1982 et ils sont projetés à 12,1% pour 1983. La croissance monétaire et l'expansion du crédit au secteur privé en 1982 sont restées conformes aux objectifs; les taux d'intérêt n'ont pas suivi la baisse opérée récemment dans plusieurs pays. Le déficit en compte courant a baissé de 2,4 milliards de dollars en 1981 à un chiffre estimé à 2-2,1 milliards en 1982; les emprunts officiels à l'extérieur sont néanmoins demeurés élevés. L'inflation a légèrement décliné en dépit d'un relèvement important des salaires au début de 1982 et d'un alourdissement des impôts indirects.

En 1983, la politique budgétaire restera restrictive et, bien que les objectifs n'aient pas encore été fixés, la politique monétaire ne sera pas accommodante. En outre, un renversement important a été décidé en matière de politique des revenus; il comporte notamment une forte atténuation du système d'indexation qui devrait permettre de contenir en deçà de 15% la hausse moyenne des salaires et rémunérations, alors que celle-ci a atteint près de 27% en 1982. Malgré cette orientation plus restrictive de la politique économique en 1983, des points faibles subsisteront (inflation, déficit de la balance des paiements et du budget, emprunts à l'extérieur encore trop élevés, investissements très faibles), mais plusieurs sont d'ordre structurel et exigent du temps pour être redressés.

En concluant, M. Chalikias précise que les autorités grecques n'ont eu aucune intention d'éviter les procédures de consultation en usage dans la CEE en cas de changement de parité; celui-ci a dû être décidé rapidement le dimanche après-midi en raison des informations pressantes concernant une dévaluation imminente et du coût qu'aurait entraîné un report au week-end suivant.

Le Président remercie M. Chalikias pour son exposé complet et clair.

M. Padoa-Schioppa reconnaît que les données de l'économie grecque expliquent très largement la décision prise, mais il tient à souligner - ce qui est essentiel à ses yeux - que la non-participation d'une monnaie d'un pays de la CEE au mécanisme de change du SME ne peut justifier n'importe quelle action sur le taux de change. En effet, d'une part dans une zone fortement intégrée du point de vue commercial, les modifications du taux de change ont des conséquences commerciales très importantes; d'autre part le droit communautaire s'impose à tous les Etats membres. Or, la Décision du Conseil du 18 février 1974 stipule que "Tout Etat membre ayant l'intention de procéder, en droit ou en fait, à la modification, à l'abandon ou au rétablissement de la parité, du taux central ou des cours limites d'intervention de sa monnaie, déclenche une consultation préalable. Les procédures de consultation, qui ont un caractère de secret et d'urgence, se déroulent selon des modalités pratiques arrêtées par le Conseil, après avis du Comité monétaire." Ces considérations économiques et de droit communautaire sont à la base du communiqué de presse publié par la Commission et de la consultation en cours au sein du Comité monétaire pour une prise de position de ce dernier à l'égard des décisions des autorités grecques.

Le Président constate qu'il n'y a pas d'autres remarques sur la dévaluation de la drachme et que le Comité adopte le rapport "concertation" destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE; il invite M. Lefort à faire part des commentaires des Suppléants sur l'évolution des marchés des changes.

M. Lefort fait l'exposé résumé ci-après.

Au cours de leur réunion de lundi, les Suppléants ont relevé, comme M. Dalgaard vient de le mentionner, que les principales caractéristiques de l'évolution des marchés des changes depuis le début de décembre ont été la poursuite de la baisse du dollar et l'accentuation de tensions au sein du SME durant la première quinzaine de décembre. Ces tensions ont culminé le vendredi 17 décembre, en liaison avec les rumeurs de réalignement au sein du SME suscitées par la réunion du Conseil des Ministres des Finances de la CEE. A cet égard, les Suppléants ont souligné l'intérêt d'éviter la tenue de réunions le vendredi, tant pour les Ministres des Finances que pour le Comité monétaire.

Les Suppléants ont également noté que la plupart des monnaies du SME sont regroupées dans la partie supérieure de la bande communautaire; toutefois, cette position est due largement, pour certaines monnaies, aux interventions des banques centrales en cause. Certains Suppléants ont fait remarquer que ces interventions tendent à aggraver la situation d'autres monnaies, notamment en détériorant leur indice de divergence.

La reprise de ces tensions au sein du SME, dès le début de janvier, amène à s'interroger sur le risque de poursuite de celles-ci dans l'avenir et donc sur les implications qui en découlent pour le fonctionnement du système. A ce sujet, les Suppléants ont évoqué les causes des tensions actuelles et les remèdes éventuels qui pourraient être envisagés.

En ce qui concerne les causes, outre les différences dans les situations fondamentales, des Suppléants ont souligné que la baisse récente du dollar a contribué à alimenter ces tensions et que, si cette baisse devait se poursuivre, voire s'accélérer, les pressions sur le SME ne pourraient que s'aggraver; il est vrai, toutefois, qu'une telle évolution du dollar présenterait des effets bénéfiques sur divers plans (balance courante, inflation, etc...) même si ceux-ci ne peuvent être qu'étalés dans le temps.

En ce qui concerne les actions susceptibles de réduire les tensions, les Suppléants ont évoqué les évolutions des taux d'intérêt et certains ont estimé que les efforts déjà entrepris dans le sens de la baisse par les pays créditeurs pourraient être poursuivis.

Plusieurs Suppléants sont, toutefois, d'avis que ni les modifications de taux d'intérêt ni même une politique active d'intervention ne sont suffisantes pour assurer un fonctionnement harmonieux du SME; ce fonctionnement appelle une réflexion d'ensemble sur les politiques monétaires et financières suivies par les pays membres.

M. Lamfalussy se déclare en accord avec les considérations présentées par M. Lefort et ajoute les deux remarques suivantes.

L'évolution des cours de change en dehors du SME, que l'on observe depuis deux mois, constitue une correction du déséquilibre majeur qui existait auparavant avec d'un côté le dollar et la livre sterling surévalués et de l'autre le yen et, à un degré moindre, le deutsche mark sous-évalués. Cette situation était dangereuse notamment parce que dans certains pays elle rendait

difficile la lutte contre l'inflation et elle incitait au protectionnisme. La correction en cours est donc un événement inévitable et souhaitable qui comporte toutefois le risque, observé dans le passé, de se faire trop rapidement.

L'évolution du dollar et du deutsche mark ne peut être considérée comme seule ou même principale responsable des tensions qui se manifestent depuis un certain temps au sein du SME. En effet, l'absence de tensions majeures dans ce système en 1979 et 1980 s'explique essentiellement par une évolution à peu près parallèle des balances des paiements courants des principaux pays de la CEE. Depuis un an et demi, les divergences entre ces balances sont apparues et se sont accrues considérablement; tant qu'elles persisteront et que les écarts entre les pays seront importants, les tensions au sein du SME, qui sont par ailleurs exacerbées par l'évolution du dollar, seront à peu près inévitables. En présence d'une telle situation et d'une telle perspective, l'orientation suggérée par les Suppléants est correcte, à savoir demander aux pays en équilibre ou en excédent de peser encore davantage sur leurs taux d'intérêt à court terme. Même si la baisse de ceux-ci a déjà été importante, en particulier en Allemagne et aux Pays-Bas, elle pourrait être poursuivie, compte tenu du fléchissement très net de l'inflation dans ces deux pays et de l'état déprimé de l'économie dans ces mêmes pays et dans le monde en général.

En réponse à une question du Président, M. Lamfalussy précise que la restauration des équilibres fondamentaux dans les pays ayant un déficit courant ne devrait pas, en tout cas, être ralentie.

M. Duisenberg estime que le fort accroissement du volume des interventions en décembre reflète une recrudescence des anticipations de modifications de parités dans le SME. Un tel état d'esprit, six mois seulement après le dernier réalignement, est préoccupant, d'autant plus que les éléments fondamentaux, notamment la position compétitive des différents pays ne semblent pas justifier un nouvel ajustement. Ainsi, il existe un risque que l'évolution des taux de change au sein du SME se dissocie de plus en plus de celle des facteurs fondamentaux. Les autorités devraient donc, en premier lieu, se faire une idée nette de ce que devrait être le cours de change de leur monnaie; en second lieu, être prêtes à utiliser tous les instruments de la politique monétaire pour maintenir ce cours. En particulier, l'orientation des politiques monétaires devrait être de nature à attirer les entrées de capitaux

privés pour compenser les déficits courants et réduire le volume d'intervention. Si les politiques monétaires ne sont pas en mesure de soutenir suffisamment le cours de change, à cause de l'orientation des autres politiques, les Gouverneurs devraient attirer l'attention des autorités sur les conséquences inéluctables, à plus ou moins longue échéance, pour le SME d'une telle attitude.

M. Pöhl marque son accord avec les remarques formulées par les intervenants précédents. A son avis, les tensions dans le SME ne sont pas imputables exclusivement aux différentiels de taux d'intérêt. D'autres raisons existent, telles que la faiblesse du dollar qui entraîne la fermeté du deutsche mark, les conditions fondamentales qui varient sensiblement entre les pays de la CEE et les anticipations de réalignement qui se manifestent depuis quelques mois. Ces tensions pourraient être quelque peu allégées si les pays à excédent courant, surtout l'Allemagne et les Pays-Bas, abaissaient à nouveau leurs taux d'intérêt. Il ne faut pas oublier toutefois que les taux du marché monétaire ont déjà fortement fléchi dans ces deux pays; ils se situent actuellement en deçà de 6% en Allemagne et à 5% aux Pays-Bas, ce qui n'est plus très élevé par rapport au taux d'inflation.

Eu égard à la faiblesse économique générale, les taux à long terme sont encore probablement trop élevés en Allemagne, mais la banque centrale a beaucoup moins d'influence sur eux. Ces taux pourraient continuer à fléchir dans les mois à venir compte tenu notamment du ralentissement du rythme d'inflation, des accords salariaux modérés (+3 à 4%) qui sont attendus pour 1983, et de la croissance raisonnable des agrégats monétaires. Ainsi, une politique monétaire de douceur et non point de rigueur peut être admise et la Deutsche Bundesbank s'efforcera de favoriser la décreue des taux d'intérêt qui est souhaitable tant pour la reprise de la conjoncture que pour le bon fonctionnement du SME. Un facteur pourrait cependant freiner cette évolution, à savoir l'impact des déficits publics qui sont très élevés, aussi bien en Allemagne qu'aux Etats-Unis. En outre, il importerait que les pays dont la monnaie est soumise à des pressions à la baisse ne suivent pas la baisse éventuelle des taux d'intérêt des pays à monnaie forte et entreprennent tous les efforts possibles pour redresser leurs conditions économiques fondamentales. La survie et la viabilité du SME doivent se faire par une approche asymétrique de part et d'autre.

M. Ciampi appuie ce qui vient d'être dit sur les taux d'intérêt. L'Italie mène une politique de taux d'intérêt élevés, aussi bien nominaux que réels, pour faire face au problème de l'inflation et de la balance des paiements. L'ensemble de la politique économique est d'ailleurs modulé en fonction de ces deux problèmes. Il est donc clair, d'une part, que l'Italie n'a pas suivi la décrue des taux d'intérêt opérée dans certains pays, d'autre part, que si les différences de taux d'intérêt ne permettent pas, à elles seules, de résoudre les tensions qui affectent le SME à l'heure actuelle et qui pourraient l'affecter à l'avenir, une politique différenciée de taux d'intérêt dans la Communauté peut néanmoins atténuer ces tensions.

M. Godeaux distingue les aspects de tactique et les aspects fondamentaux dans la situation présente du SME. En ce qui concerne la tactique, la Belgique a choisi de laisser glisser sa monnaie jusqu'au bas de la marge de fluctuation, de manière à opérer des interventions à la limite et du fait qu'elle juge préférable que les cours de change relatifs et les méthodes d'intervention reflètent les réalités fondamentales. D'autres pays ont une tactique différente: par leurs interventions à l'intérieur de la marge, ils situent leur monnaie à un niveau qui enlève son caractère représentatif à l'indicateur de divergence, ce qui a pour effet d'amener parfois le franc belge au-delà de son seuil de divergence et de compliquer la situation de cette monnaie. En ce qui concerne les aspects fondamentaux, il importe de suivre la volonté des fondateurs du SME et d'oeuvrer par conséquent pour un ajustement réparti entre les pays excédentaires et les pays déficitaires. M. Pöhl a déjà donné des indications sur les intentions et possibilités d'action de la Deutsche Bundesbank dans le sens d'une baisse des taux d'intérêt. Dans ce domaine, la Belgique est tenue de maintenir des taux réels relativement élevés et un différentiel important par rapport aux taux des deux monnaies, à savoir le deutsche mark et le dollar, qui s'offrent comme principaux placements alternatifs aux détenteurs de francs belges.

La politique monétaire ne devrait pas, toutefois, être la seule à être mise à contribution. En plus d'un abaissement de leurs taux d'intérêt, les pays excédentaires devraient ébaucher une véritable politique de relance car leurs partenaires qui ont à redresser leur balance des paiements éprouvent d'énormes difficultés à y parvenir lorsque la demande mondiale se contracte.

Le Président répond tout d'abord à l'observation de M. Godeaux sur la politique d'intervention de la Banque de France. Celle-ci est effectivement différente de la politique de la Banque Nationale de Belgique et elle a pour

effet d'isoler le franc belge au bas de la bande et d'amener son indice de divergence à proximité ou même parfois au-delà du seuil. Le choix fait par la Banque de France, qui n'est pas contraire aux règles de fonctionnement du SME, repose sur la conviction que, si dans la situation générale présente, le franc français était acculé à son plancher ou près de ce dernier, les mouvements de spéculation seraient beaucoup plus vifs et violents que ceux qui ont été enregistrés dans le passé récent.

Le Président présente ensuite les enseignements communs qui se dégagent du débat du Comité.

- Le premier point, sans aucun doute essentiel, est que les tensions qui se manifestent dans le SME proviennent des divergences dans les données fondamentales. Une correction est donc nécessaire et le poids principal de l'ajustement pèse sur les pays déficitaires.

- Ces divergences sont aggravées depuis la mi-novembre par la baisse du dollar; celle-ci est certainement souhaitable à beaucoup d'égards dans le moyen terme mais dans le court terme elle accentue les tensions dans le SME. Ainsi, les mouvements de capitaux entre le dollar et le deutsche mark tendent à majorer le volume des interventions que la Banque de France doit faire sur le marché des changes.

- Des actions dans le domaine monétaire sont souhaitables; les pays excédentaires devraient poursuivre l'abaissement de leurs taux d'intérêt mais les pays déficitaires ne devraient pas suivre le mouvement. Cette baisse ne peut qu'être favorable au SME, indépendamment des effets bénéfiques sur l'activité économique; il serait utile, en outre, que les pays excédentaires ne se limitent pas à une telle action monétaire et prennent d'autres mesures économiques pour susciter une reprise de la conjoncture.

- Les facteurs déjà mentionnés ("fondamentaux", baisse du dollar, politique monétaire et au-delà politique économique) sont fortement affectés par les anticipations de réalignements fréquents au sein du SME. Il convient donc que les autorités fassent tout ce qui est en leur pouvoir pour éliminer, ou tout au moins apaiser ces facteurs d'anticipation, par exemple, en manifestant autant que possible la confiance des banques centrales dans le système.

Le Président conclut en indiquant que les enseignements tirés du débat du Comité pourraient inspirer les Gouverneurs dans leurs contacts et discussions avec leurs propres autorités nationales.

III. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Echange de vues sur le programme de travail du Comité pour les mois prochains

Le Président invite M. Lefort à présenter les observations des Suppléants.

M. Lefort indique que les Suppléants ont examiné l'esquisse de programme de travail du Comité des Gouverneurs pour 1983 et ont dégagé, au cours de leurs discussions, les remarques suivantes:

- L'esquisse de programme (annexée au présent procès-verbal) n'est qu'indicative; elle repose sur les décisions antérieures du Comité des Gouverneurs ou les travaux préparatoires en cours. Bien entendu, en fonction de l'actualité et des nécessités, le Comité des Gouverneurs pourra se saisir d'autres sujets que ceux mentionnés dans le tableau et modifier le calendrier proposé.
- A la demande de certains Suppléants, il est suggéré d'intituler le point 4 "Evolution du dollar et implications pour le SME". En revanche, tous les Suppléants sont d'accord pour maintenir le principe de la périodicité semestrielle de l'échange de vues du Comité sur l'évolution du dollar, échange de vues qui pourrait avoir lieu en avril et septembre.
- Les Suppléants proposent de supprimer le point 6 c); ils estiment, en effet, qu'il appartiendra aux Gouverneurs de décider, en fonction des circonstances ou des rapports déjà présentés, de l'utilité d'un second rapport spécial du "Groupe Raymond" et du sujet de ce rapport.

Le Président constate que les Gouverneurs sont d'accord avec les remarques des Suppléants sur le programme de travail pour 1983; il ajoute que, à la séance de février, le point principal sera donc l'examen du rapport spécial sur les objectifs monétaires quantitatifs. Comme ce rapport sera probablement assez descriptif, la discussion des Gouverneurs conduira peut-être à confier un nouveau sujet au groupe d'experts présidé par M. Raymond, sujet qui permettrait d'approfondir les problèmes posés par les objectifs monétaires quantitatifs.

- Lettre du Président du Comité des syndicats des banques centrales européennes

Le Président rappelle qu'une première lettre de ce Comité de syndicats, concernant la formation professionnelle dans les banques centrales, a été adressée le 21 octobre 1982 au Président du Comité des Gouverneurs et a fait l'objet d'une réponse mise au point lors de la séance du Comité du 9 novembre. Dans cette réponse, M. Ciampi indiquait que la question évoquée n'était pas de la compétence du Comité. Dans une lettre du 15 décembre, qui a été placée dans les dossiers des Gouverneurs, le Président du Comité des syndicats réitère sa demande en s'appuyant sur le fait que le Comité des Gouverneurs serait déjà engagé dans ce domaine de la formation professionnelle.

Le Président suggère que les Gouverneurs examinent cette lettre et que la réponse possible soit préparée par les Suppléants pour la séance du Comité du 8 février 1983.

IV. Date et lieu de la prochaine séance

Le Président indique que la prochaine séance aura lieu normalement à Bâle le mardi 8 février 1983 à 10 heures, à moins que la date de la réunion du Comité Intérimaire, qui n'est pas encore définitivement fixée, n'amène à avancer la séance du Comité de vingt-quatre heures.

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

---

DECEMBRE 1982

---

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation\* ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de décembre 1982 et les premiers jours de janvier 1983.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

L'évolution sur les marchés des changes durant le mois de décembre a été essentiellement caractérisée par les tendances suivantes:

- poursuite de la baisse du dollar par rapport à la plupart des monnaies, due principalement aux anticipations de nouvelles réductions des taux d'intérêt aux Etats-Unis dans le proche avenir et d'une détérioration sensible de la balance des paiements courants des Etats-Unis en 1983;
- apparition de tensions au sein du SME durant la première quinzaine du mois, nécessitant des interventions substantielles, spécialement vers la milieu du mois;
- poursuite de l'affaiblissement de la livre sterling;
- nouvelle appréciation du yen et du franc suisse par rapport à toutes les autres monnaies.

---

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

Poursuivant sa tendance à la baisse amorcée à la mi-novembre, le dollar EU s'est affaibli par rapport à la plupart des monnaies dans un marché de fin d'année peu animé. La publication de statistiques décevantes sur l'économie interne a continué à susciter des questions sur la compétitivité de l'industrie américaine, ainsi que des préoccupations au sujet des perspectives d'évolution de la balance des paiements des Etats-Unis et des anticipations sur la nécessité d'une nouvelle réduction des taux d'intérêt en dollars au début de 1983. Le 13 décembre, la Réserve Fédérale a abaissé d'un demi-point son taux d'escompte, pour le ramener à 8 1/2%. Sur l'ensemble du mois, le dollar a fléchi de 7% à l'égard du yen, de 6,5% par rapport au franc suisse et de 4,1% en moyenne par rapport aux monnaies du SME; il s'est apprécié de 0,2% vis-à-vis de la livre sterling.

Des tensions se sont développées au sein du SME durant la première quinzaine du mois, à la suite de rumeurs concernant un éventuel réalignement au sein du système lors de la réunion des Ministres des Finances de la Communauté, le vendredi 17 décembre 1982. Dès le lundi 20 décembre, les tensions se sont dissipées. Tout au long du mois, la plupart des monnaies sont restées au bord supérieur de la bande ou à proximité. Cette situation inhabituelle n'a pas été le résultat de conditions économiques uniformes; elle a reflété, en partie, des différences entre les politiques d'intervention des banques centrales.

Sous l'effet en partie de la détérioration de l'opinion du marché à l'égard du dollar et de l'accentuation des tensions au sein du SME, le deutsche mark, qui s'était déjà raffermi substantiellement en novembre, s'est encore apprécié et a atteint le sommet de la bande du système. Cette progression de la monnaie allemande est intervenue en dépit de la décision prise, le 2 décembre, par les autorités d'assouplir la politique monétaire en abaissant d'un point le taux d'escompte et le taux lombard, qui ont ainsi été ramenés à 5% et 6% respectivement, et en adoptant des mesures destinées à fournir des liquidités à l'économie. Le deutsche mark a également été stimulé par les nouveaux signes d'amélioration substantielle de la balance des paiements courants de l'Allemagne et par l'évolution comparativement favorable des prix allemands.

Le florin s'est maintenu au sommet du SME ou à son voisinage immédiat en raison de l'excédent des transactions courantes et des résultats relativement favorables enregistrés sur le plan de l'inflation. Il a atteint à de nombreuses reprises sa limite d'intervention supérieure par rapport au franc belge. La fermeté du florin a permis à la Nederlandsche Bank de réduire les taux d'intérêt plus rapidement que dans d'autres pays et, le 2 décembre, les taux débiteurs officiels ont été abaissés pour la seconde fois en moins d'un mois, le taux d'escompte et le taux lombard étant ramenés respectivement à 5% et 5 1/2%.

La couronne danoise s'est également située dans la partie supérieure de la bande du SME, bénéficiant de conditions équilibrées sur le marché, après le reflux de devises enregistré en novembre.

Le franc français a fait l'objet de ventes importantes jusqu'au 17 décembre en liaison avec les rumeurs d'un réalignement au sein du SME. Cependant, les interventions de la Banque de France ont permis de maintenir le franc dans la partie supérieure de la bande du SME.

Grâce au niveau relativement élevé des taux d'intérêt en Italie, la lire italienne est demeurée ferme dans la moitié supérieure de la bande et, hormis une brève période vers le milieu du mois, les interventions de soutien de la Banca d'Italia sur le marché des changes ont été modestes.

Le franc belge s'est fréquemment situé, au sein du SME, à son cours limite inférieur par rapport au florin ou à proximité, nécessitant des interventions substantielles de la part des autorités belges et néerlandaises. Après la mi-décembre, comme la bande s'était rétrécie pendant une brève période à moins de 2%, le franc s'est redressé au sein du système et a été remplacé temporairement au bas de la bande par la livre irlandaise. Vers la fin du mois, toutefois, le franc se trouvait de nouveau au voisinage de sa limite inférieure au sein du SME.

La livre irlandaise a été soumise à des pressions, étant donné que la dépréciation générale de la livre sterling et du dollar a entraîné une forte demande de ces deux monnaies sur le marché irlandais qui a nécessité des interventions importantes de la part des autorités.

La drachme grecque s'est raffermie légèrement par rapport au dollar mais s'est affaiblie à l'égard des monnaies du SME.

La livre sterling a continué de fléchir en termes effectifs au milieu de préoccupations au sujet d'une éventuelle baisse des prix du pétrole, en liaison avec la réunion de l'OPEP. La Bank of England est intervenue fréquemment, et parfois massivement, pour amortir la baisse de la livre sterling, et vers la fin du mois les pressions sur celle-ci se sont atténuées. Un léger raffermissement des taux d'intérêt internes à court terme du marché s'est produit au début du mois, contrastant avec la tendance à la détente des taux observée ailleurs, mais plus tard, les taux d'intérêt à court terme ont enregistré un certain repli.

La couronne suédoise s'est légèrement raffermie vis-à-vis du dollar, tout en fléchissant par rapport aux monnaies du SME. La Sveriges Riksbank a ramené le coefficient de réserve de trésorerie, pour toutes les banques, de 5 à 2%, avec effet au 10 décembre. La couronne norvégienne est restée à peu près stable à l'égard du dollar mais s'est dépréciée vis-à-vis des monnaies du SME.

Le franc suisse s'est apprécié tant à l'égard du dollar que par rapport aux monnaies du SME, sous l'effet en partie des besoins habituels de liquidités de fin d'année, d'un ralentissement des conversions correspondant aux exportations de capitaux et d'un nouveau rétrécissement des écarts de taux d'intérêt défavorables aux avoirs libellés en francs. Le 2 décembre, la Banque Nationale Suisse a réduit son taux d'escompte et son taux lombard de 1/2 point, les ramenant respectivement à 4 1/2% et à 6%.

Le yen a continué de se raffermir vis-à-vis du dollar et des principales monnaies du SME, en raison de l'appréciation favorable portée par les opérateurs du marché sur les perspectives de croissance de l'économie japonaise par rapport aux autres pays industriels et du rétrécissement des écarts de taux d'intérêt à court terme défavorables à la monnaie japonaise. Dans ces conditions, les investisseurs étrangers ont effectué des achats massifs de valeurs mobilières japonaises, dans l'attente d'une appréciation du cours de ces valeurs et de la hausse du yen sur les marchés des changes.

Le dollar canadien s'est généralement négocié dans des limites étroites vis-à-vis du dollar EU. Au début du mois, la monnaie canadienne a continué de subir le poids de certaines ventes à découvert sur les "currency futures markets" et de la crainte que les autorités nationales,

par suite de la faiblesse de l'économie, n'aient que des possibilités limitées de maintenir les taux d'intérêt à un niveau suffisamment élevé pour conserver un écart par rapport aux taux américains. Toutefois ces pressions ne se sont pas développées et les opérateurs du marché ont commencé à acheter du dollar canadien pour couvrir leurs positions courtes.

## II. INTERVENTIONS EN DOLLARS EU

En décembre, plusieurs banques centrales participant à la concertation ont continué à être vendeurs nets d'importants montants de dollars sur l'ensemble du mois. Les ventes nettes de dollars EU sur le marché pendant le mois se sont élevées à \$3,5 milliards, se décomposant en \$5,8 milliards de ventes brutes et \$2,3 milliards d'achats bruts. En novembre, en comparaison, les ventes nettes avaient représenté \$4,3 milliards, soit \$5,7 milliards de ventes et \$1,4 milliard d'achats. La Banque de France et la Bank of England ont été les plus gros vendeurs de dollars. La plupart des autres banques centrales ont été également vendeurs nets de dollars, à l'exception de la Banque du Canada, qui a été acheteur net pour de faibles montants. La Banque du Japon, la Banque Nationale Suisse et la Nederlandsche Bank ne sont pas intervenues en dollars.

## III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Les interventions brutes en monnaies communautaires ont porté sur une contre-valeur de \$EU 2,0 milliards en décembre, contre \$0,9 milliard en novembre. Près de la moitié de ce total a consisté en achats et ventes de francs français contre deutsche marks. La majeure partie du reliquat a correspondu à des achats de francs belges contre florins, en grande partie aux limites d'intervention bilatérales.

\* \* \*

La tendance à la baisse du dollar EU et de la livre sterling s'est poursuivie et des tensions se sont de nouveau exercées au sein du SME, lorsque le marché a retrouvé des niveaux d'activité plus normaux au cours de la première semaine de la nouvelle année.

La monnaie américaine a continué de fléchir, à concurrence de 1,3 % par rapport aux monnaies du SME, de 1,8% à l'égard du yen et de 2,4% vis-à-vis du franc suisse. La livre sterling s'est encore dépréciée par rapport aux monnaies continentales et au dollar.

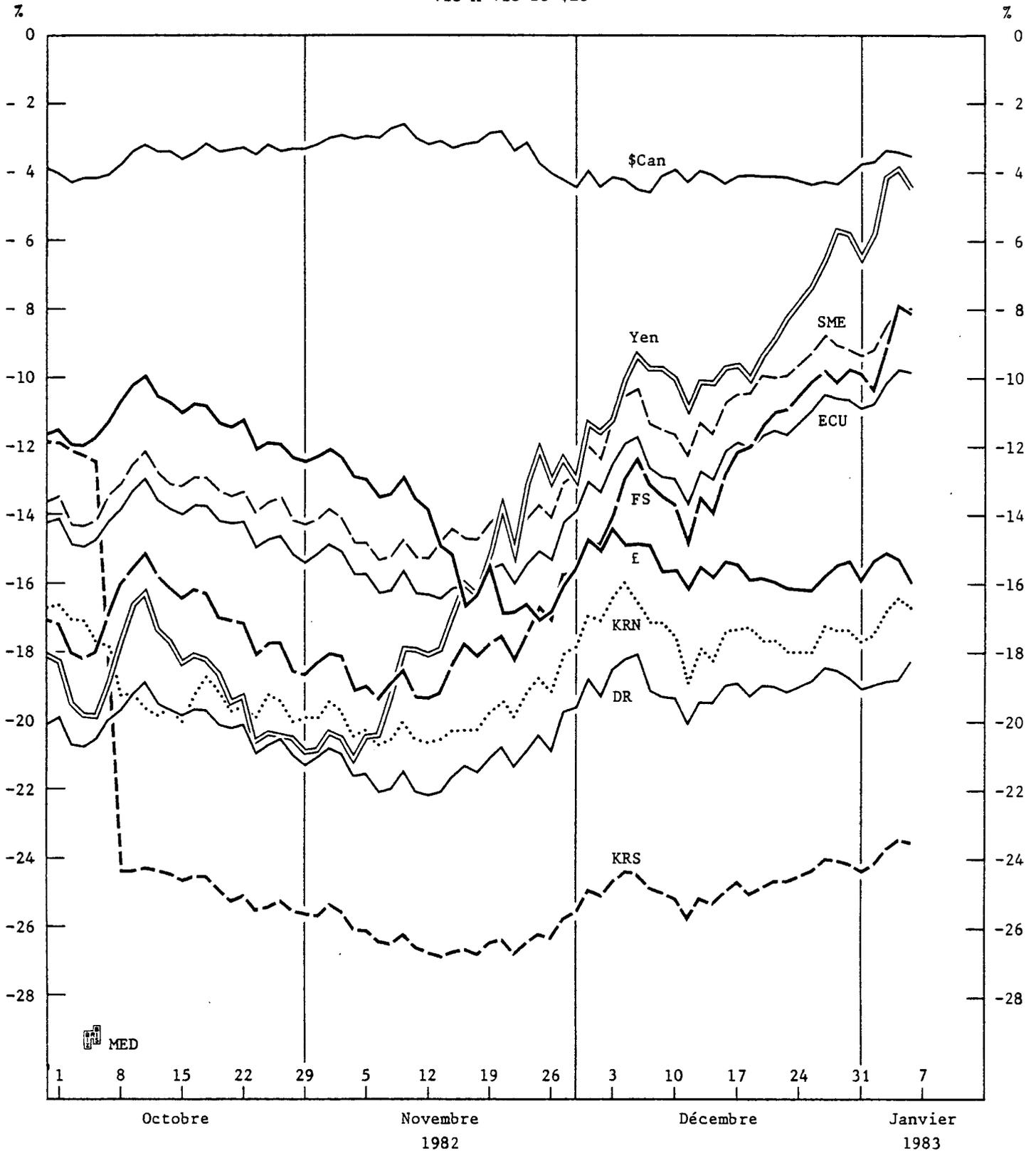
Des pressions sont apparues au sein du SME en raison de rumeurs d'un possible réalignement au début de l'année. Cette spéculation s'est intensifiée en fin de semaine, amenant le franc belge à ses cours limites d'intervention tant par rapport au florin qu'au deutsche mark, tandis que le franc français a été maintenu à proximité du sommet de la bande grâce à des interventions de soutien substantielles.

La drachme grecque a été dévaluée de 15,5% à dater du 10 janvier 1983, vis-à-vis des principales monnaies. La nouvelle parité à l'égard du dollar a été fixé à drachmes 84 au lieu de drachmes 71,01 à la clôture des marchés, le vendredi 7 janvier.

Les ventes de dollars effectuées dans le cadre d'interventions ont atteint au total quelque \$0,8 milliard et ont été effectuées principalement par la Banque de France et à un degré moindre par la Bank of England. Les achats de dollars, s'élevant à \$0,4 milliard environ, ont été réalisés par la Banque du Canada, la Danmarks Nationalbank et la Deutsche Bundesbank qui a acquis des montants notables de dollars vendredi 7 janvier du fait des pressions s'exerçant dans le SME.

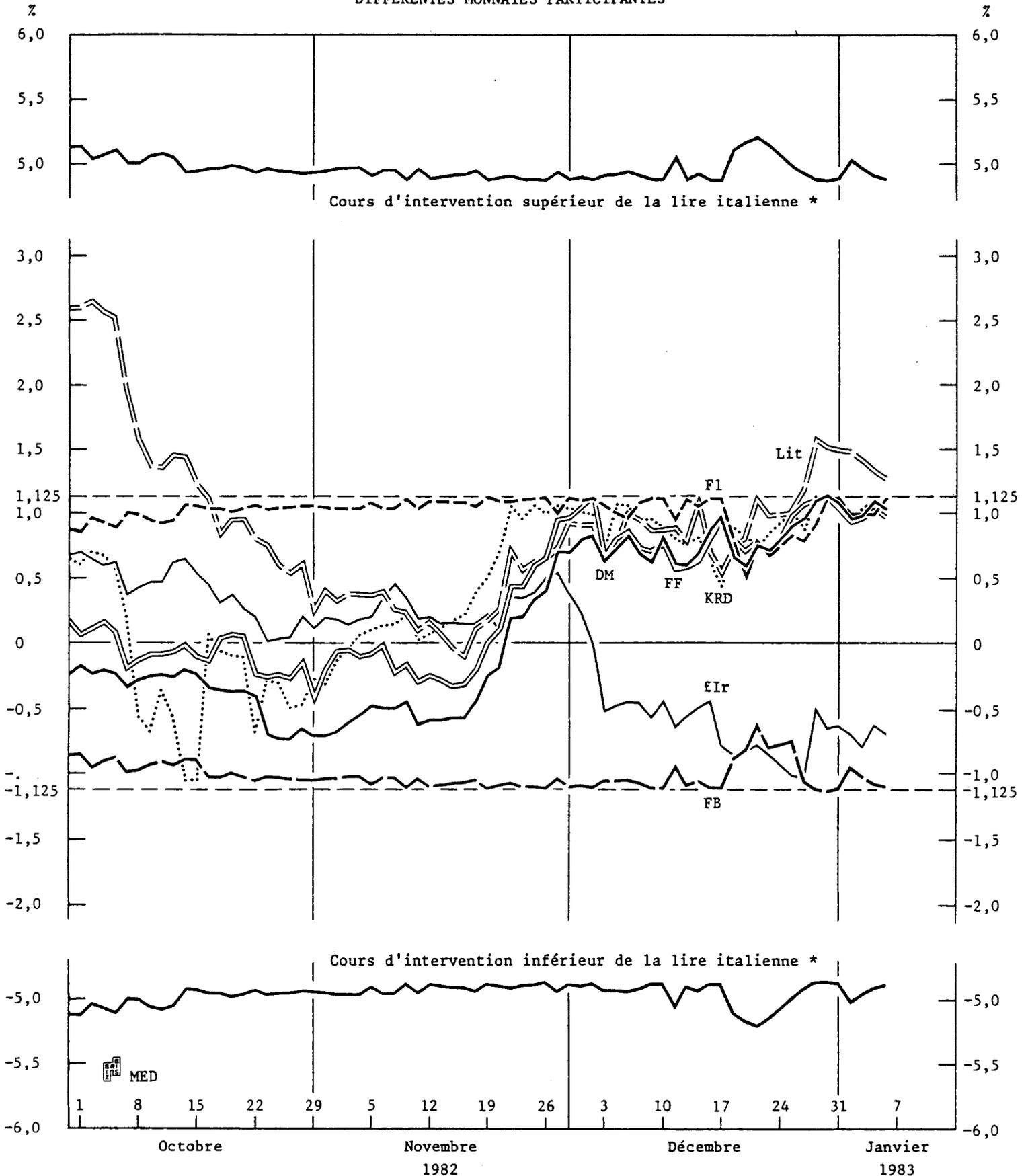
Les interventions en monnaies du SME ont représenté la contre-valeur de \$EU 0,5 milliard, sous la forme d'achats de francs belges contre florins et, de francs français contre deutsche marks.

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 \*



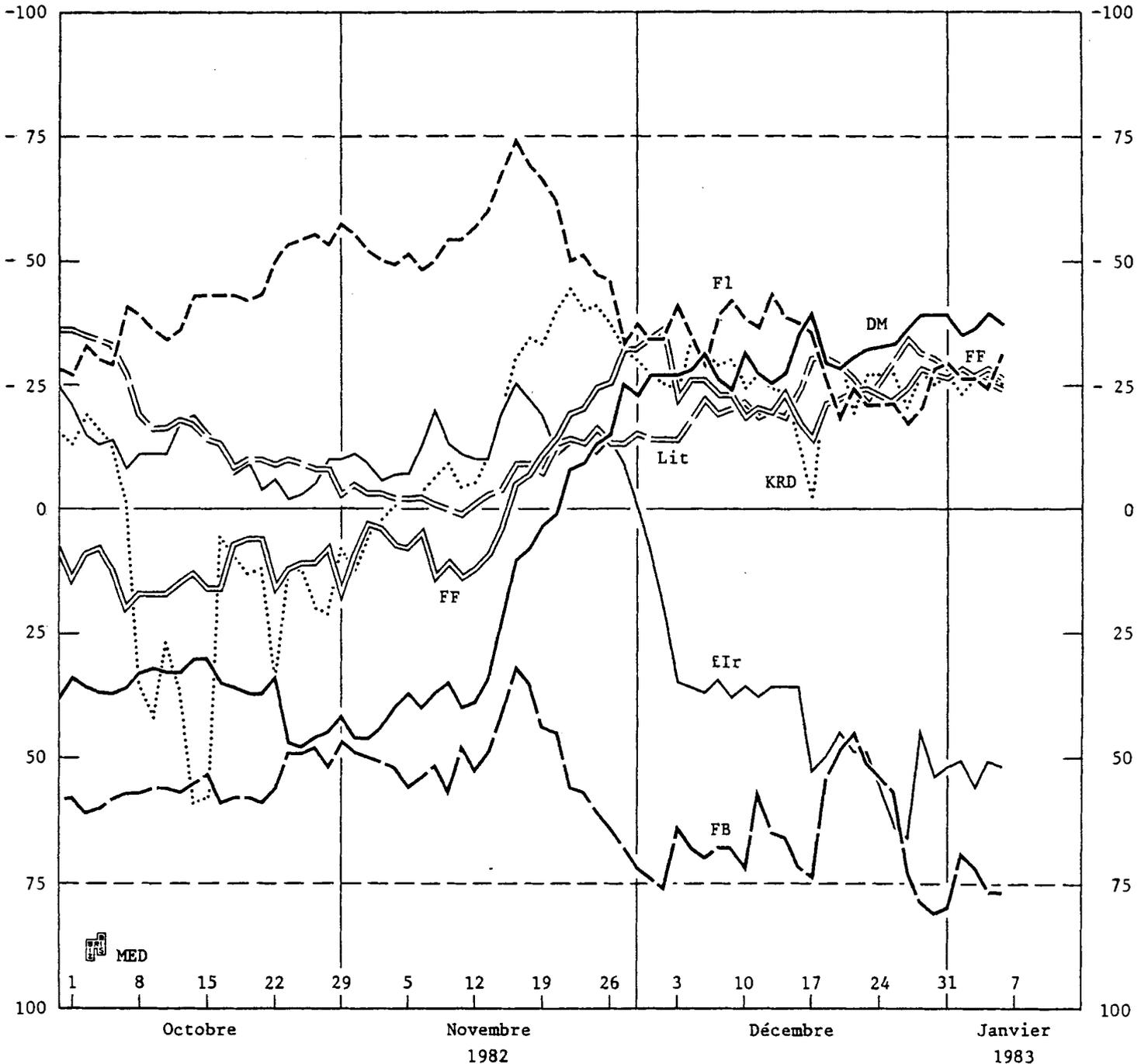
\* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés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

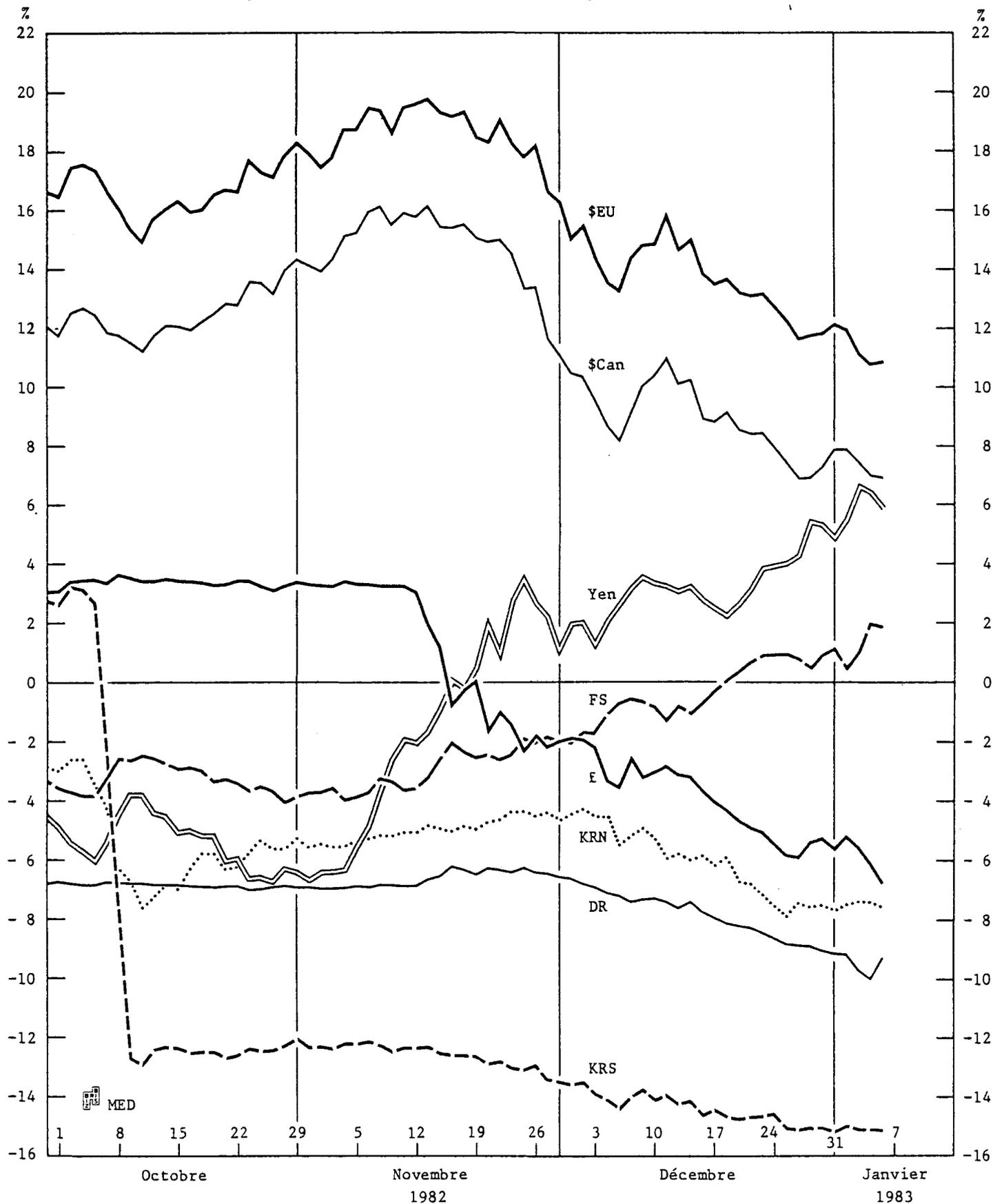
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* 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.

6 janvier 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.

6 janvier 1983

7 janvier 1983

Comité des Gouverneurs  
des banques centrales des Etats membres  
de la Communauté économique européenne

Secrétariat

ESQUISSE DE PROGRAMME DE TRAVAIL POUR LE COMITE DES GOUVERNEURS

Le tableau ci-après sera utilisé par le Président du Comité en présentant ses remarques relatives au programme de travail du Comité pour les mois prochains (cf. Point III de l'ordre du jour de la séance du 11 janvier 1983 du Comité des Gouverneurs)

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. Objectifs monétaires quantitatifs	Février	Groupe Raymond (rapport spécial)
3. Evolution et financement des dépenses publiques	Mai ou Novembre	Groupe Raymond (Suivi des rapports spéciaux d'oct. 1981 & juin 82) <sup>1)</sup>
4. Politique concertée à l'égard du dollar	Mars ou Avril	Comité des Suppléants Professeur Lamfalussy
5. Emploi par les banques centrales de la CEE de ressortissants d'autres Etats membres	Mars	Groupe de juristes présidé par M. Louis
6. Autres questions:		
a) Préparation:		
- de la réunion du Comité Intérimaire	Février	(Comité des Suppléants)
- de l'Assemblée annuelle du FMI	Septembre	(Comité des Suppléants)
b) Aménagement des réseaux téléphoniques de concertation	Avril	Groupe technique ad hoc
c) Sujets pour un éventuel nouveau rapport spécial du Groupe Raymond	Juillet ou Novembre	Groupe Raymond (rapport spécial) <sup>2)</sup>

1) Ce suivi pourrait prendre la forme, soit d'une annexe à un des rapports semestriels, soit d'un petit document indépendant; dans les deux cas, le contenu comporterait la mise à jour de certaines des données présentées dans les deux rapports spéciaux et une courte note d'accompagnement.

2) Il pourrait s'agir, par exemple, d'un complément au rapport spécial sur les objectifs monétaires quantitatifs.