

PROCES-VERBAL*
DE LA 183e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 14 FEVRIER 1984 A 10 HEURES

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

I. Approbation du procès-verbal de la 182e séance

Le procès-verbal de la 182e séance du 10 janvier 1984 est approuvé à l'unanimité par le Comité sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 13 mars 1984, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

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

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de janvier et des premiers jours de février 1984
- 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 brièvement les points essentiels du rapport, annexé au procès-verbal.

M. Breen indique que les Suppléants n'ont pas suggéré d'amendements au texte présenté par les experts et qu'ils proposent au Comité d'adopter le rapport.

M. Godeaux indique que les évolutions récentes en Belgique doivent être situées sur l'arrière-plan d'une situation vue sur une période longue; s'appuyant sur le rapport annuel de la Banque Nationale, qui sera rendu public le 15 février 1984, il expose les grands traits résumés ci-après. L'augmentation du PBI aura été en 1983 de 0,5% ce qui se compare à 0,9% en 1982 et à une réduction de 1,1% en 1981. Dans le cadre de cette reprise, l'industrie a été particulièrement vigoureuse, sa valeur ajoutée s'accroissant de 2,6%. L'évolution du PNB a été du même ordre de grandeur que celle du PIB. La réduction de 2% de la consommation privée a certainement reflété le programme d'austérité du gouvernement mais elle n'a pas été compensée par une progression de la formation brute de capital fixe; celle-ci a au contraire diminué de 3,6%. Deux objectifs importants ont été atteints, d'une part le redressement de la balance des paiements dont le déficit global (Belgique seule) s'est fortement réduit, tombant de 4% du PNB en 1982 à 1,6% en 1983; d'autre part la restauration de la rentabilité des entreprises qui s'est traduite par une augmentation de la part des sociétés dans le PNB, cette part ayant été portée à 8,2% en 1983 au lieu de 7,1% en 1982. Il reste, en revanche, deux domaines extrêmement préoccupants, celui du chômage où, malgré un ralentissement de l'augmentation, le taux atteignait 13,9% de la population active au 30 juin 1983 et celui des finances publiques où le déficit global était en 1983 de 12,6% du PNB pour l'Etat central et de 15,3%

pour l'ensemble du secteur public. La dérive dans ce dernier domaine a été arrêtée mais l'effort d'assainissement doit être poursuivi afin de réduire l'importance des budgets publics dans l'économie qui a atteint un niveau intenable (par exemple les dépenses publiques représentaient en Belgique 63% du PNB au lieu de 48% dans le reste de la Communauté). Parallèlement à l'amélioration déjà citée de la balance des paiements pour la Belgique seule, la balance courante de l'Union économique belgo-luxembourgeoise s'est fortement redressée, le déficit étant ramené de 140 milliards de francs belges en 1982 à 40 milliards en 1983. Une amélioration substantielle a également été enregistrée dans le domaine des mouvements des capitaux du secteur privé; leur solde négatif a été ramené de 167 milliards de francs belges en 1982 à 110 milliards en 1983, chiffre qui recouvre pour l'essentiel les achats croissants de valeurs mobilières étrangères par les résidents. Les emprunts extérieurs des pouvoirs publics n'ont représenté en 1983 que la moitié, soit 126 milliards de francs belges, du montant de 1981 et 1982. La Banque Nationale a vu ses réserves officielles diminuer moins que durant les deux années précédentes et ses interventions sur le marché des changes se sont contractées.

L'évolution au cours des derniers mois a été cependant moins satisfaisante, notamment pour ce qui est des opérations courantes et des mouvements de capitaux privés. Cette détérioration est en partie liée à l'évolution du commerce extérieur, l'amélioration de la conjoncture créant un déphasage entre importations et exportations; elle reflète également un problème de confiance qui pourrait toutefois être atténué par la détermination du gouvernement de rester au pouvoir et de poursuivre l'assainissement en prenant à bref délai de nouvelles mesures dans le cadre des pouvoirs spéciaux expirant le 31 mars.

Le Président donne quelques indications sur la situation en Irlande. Un effort d'assainissement est en cours et le budget présenté en janvier marque une réduction du déficit du budget de fonctionnement de 8,25% du PNB en 1983 à 7,5% en 1984, et des besoins d'emprunts du gouvernement central (14% du PNB en 1983 contre 12,75% en 1984). Cet effort est encore insuffisant. Par ailleurs, quelques données macro-économiques sont plus ou moins encourageantes: l'inflation devrait être ramenée à 8-9% en 1984, elle était de 10,5% en 1983 et de 20% en 1981; le déficit de la balance des paiements courants, qui a été ramené de 8%

du PNB en 1982 à 3% en 1983, devrait remonter à environ 5% en 1984 par suite de la reprise économique; celle-ci devrait entraîner un développement de l'emploi mais en raison de l'arrivée importante de nouveaux demandeurs d'emploi, le chômage ne devrait guère varier à son niveau élevé de 16%.

III. Echange de vues sur l'évolution du dollar et ses implications pour le Système monétaire européen

A. Exposé de M. Breen

Le Comité des Suppléants a repris sa discussion, entamée en janvier, sur les implications pour le SME de l'évolution probable du cours du dollar. Sans essayer de prévoir l'évolution effective de ce dernier, ni d'évaluer si le mouvement sera progressif et ordonné ou rapide et irrégulier, la plupart des Suppléants ont noté qu'un affaiblissement du dollar tendrait à accroître les tensions au sein du SME. Un tel développement résulterait des flux de capitaux sortant du dollar et se dirigeant d'une manière inégale vers les monnaies du SME. D'autres Suppléants ont été d'avis que seule une baisse prononcée et soudaine du dollar poserait des problèmes au SME.

Les points ci-après ont été soulignés en ce qui concerne la question de la politique appropriée à mener face à un accroissement des tensions dans le SME, question que les Gouverneurs pourraient souhaiter discuter eux-mêmes:

- une augmentation des interventions peut alimenter les anticipations d'un réalignement et peut par conséquent alimenter des pressions spéculatives,

- un réalignement serait difficilement justifié par le comportement des facteurs fondamentaux - spécialement la balance des paiements - et pourrait annuler les récents progrès vers une meilleure convergence des taux d'inflation; en outre, la crédibilité du SME en tant que zone de taux de change stables mais ajustables requiert une période plus longue sans réalignement. Toutefois, un point de vue a exprimé l'idée qu'en fait un réalignement limité aux modifications justifiées

par les facteurs fondamentaux serait une façon de protéger le SME des effets déstabilisants provoqués par une dépréciation prononcée du dollar.

En dépit des limites de la politique monétaire dans son action contre des tensions au sein du SME, la meilleure réponse semble être une combinaison de mesures touchant le prix (taux d'intérêt) et la disponibilité de la monnaie. Certains Suppléants dont les pays ont eu l'expérience d'entrées et/ou de sorties de capitaux ont souligné le fait que les flux spéculatifs ne sont souvent que peu influencés par les modifications de taux d'intérêt. Quelques Suppléants estiment néanmoins hautement souhaitable que les pays souffrant d'afflux et ceux souffrant de sorties de capitaux adoptent des réactions symétriques.

B. Exposé de M. Lamfalussy

Le tableau qui a été remis aux Gouverneurs (Annexe 2) retrace l'évolution de la balance des paiements des Etats-Unis depuis 1978 et regroupe les différents postes selon les schémas familiaux en Europe. Malgré ce regroupement, l'interprétation des chiffres reste extraordinairement difficile du fait de l'ampleur du poste "erreurs et omissions" (par exemple +\$41,4 milliards en 1982) dont on ignore la signification. Deux écoles existent à cet égard aux Etats-Unis, la première, minoritaire, considère que ce poste représente dans une large mesure une sous-évaluation de la balance des comptes courants dont le déficit serait par conséquent nettement moindre; l'opinion majoritaire, à laquelle M. Lamfalussy se rallie, estime que les "erreurs et omissions" recouvrent essentiellement des mouvements de capitaux.

L'évolution entre 1982 et 1983, sur la base des trois premiers trimestres, est marquée par une aggravation considérable du déficit courant qui est passé de \$4,6 milliards à 25,2 milliards et par un retournement complet des mouvements de capitaux (des entrées nettes de \$18,8 milliards ayant succédé à des sorties nettes de \$20,3 milliards) qui se retrouve quasi exclusivement dans les flux bancaires. Il est à noter que parallèlement le poste "erreurs et omissions" s'est considérablement réduit et est devenu pratiquement zéro à partir du deuxième trimestre 1983.

En ce qui concerne l'avenir, on s'attend à une aggravation additionnelle de la balance courante dont le déficit pourrait atteindre \$80 à 85 milliards en 1984 en supposant le maintien du cours du dollar à peu près

à son niveau actuel. La probabilité d'entrées de capitaux d'une telle ampleur appelle certaines réflexions.

Tout d'abord, le niveau actuel du dollar pourrait inciter de plus en plus les entreprises américaines à investir à l'étranger, ce qui réduirait les entrées de fonds. Par ailleurs, les investissements de portefeuille ou placements financiers effectués par les étrangers pourraient être touchés à la fois par une éventuelle continuation de la baisse des indices boursiers aux Etats-Unis, et par le fait que la proportion de titres américains dans les portefeuilles étrangers est déjà très élevée. Enfin, une part importante des entrées de capitaux enregistrées aux Etats-Unis en 1982 et 1983 représente la contrepartie de fuite de capitaux de pays en voie de développement, en particulier d'Amérique latine; or ce réservoir n'est pas illimité. Au total, le facteur confiance déterminera très largement les flux de capitaux et à cet égard certains changements dans les jugements et les comportements semblent se dessiner depuis quelques mois. On a l'impression, par exemple, que la persistance d'un déficit budgétaire important aux Etats-Unis, et en particulier l'augmentation de sa composante structurelle, n'est plus nécessairement interprétée comme un facteur de taux d'intérêt élevés et partant de dollar fort, mais plutôt comme une menace à long terme sur l'économie américaine. En effet, le maintien d'un déficit budgétaire considérable risque d'avoir des conséquences inflationnistes qui pourraient soit ne pas être entièrement compensées par une politique monétaire plus restrictive - peut-être difficile à appliquer en période électorale -, soit créer des tensions sur les taux d'intérêt telles qu'il en résulterait un phénomène d'éviction des investissements privés préjudiciable à la reprise américaine. On pourrait aussi imaginer une situation combinant simultanément une baisse du dollar et des tensions sur les taux d'intérêt.

Une conclusion généralement acceptée est donc que la persistance de ces deux grands déficits du budget et des comptes courants aux Etats-Unis ne peut pas ne pas avoir des effets déséquilibrants sur l'économie américaine et l'économie internationale.

C. Discussion du Comité

Le Président ouvre la discussion en relevant la dernière hypothèse mentionnée par M. Lamfalussy, à savoir une baisse du cours du dollar, et des taux d'intérêt en hausse aux Etats-Unis sans entrées de capitaux; il ajoute que dans un rapport récent du "Council of Economic advisers" il est dit que les taux d'intérêt aux Etats-Unis sont très élevés et que le cours du dollar devrait rester ferme malgré une surévaluation d'un tiers dont la résorption pourrait prendre plusieurs années.

M. de la Genière partage également l'avis que les facteurs fondamentaux des Etats-Unis devraient, dans un avenir plus ou moins proche et d'une manière plus ou moins brutale, entraîner un affaiblissement du dollar. En effet, même pour une monnaie de réserve et même s'il y a des éléments compensatoires par les taux d'intérêt et les afflux de capitaux, les facteurs fondamentaux devraient à la longue reprendre le dessus. Sans pouvoir être précis, un renversement apparaît assez probable dans les mois à venir, étant donné qu'un changement radical de la politique américaine agissant sur les facteurs fondamentaux, notamment le déficit budgétaire, n'est guère envisageable d'ici les élections présidentielles. L'évolution depuis l'été dernier indique déjà que le dollar a commencé à s'affaiblir, même si ce mouvement a été interrompu à diverses reprises, et que les flux de capitaux vers les Etats-Unis se sont ralentis, voire renversés. En Europe, ce redéploiement des fonds a intéressé essentiellement les monnaies fortes du SME, c'est-à-dire le deutsche mark et les monnaies qui lui sont étroitement liées économiquement et monétairement; il n'a pas créé de tensions aiguës au sein du SME, mais un certain affaiblissement des autres monnaies a pu être constaté. Les banques centrales de celles-ci ont eu à choisir entre compenser cette absence d'afflux de capitaux sous la forme d'interventions ou laisser déprécier quelque peu la monnaie nationale.

La Banque de France est placée devant ce choix et elle pratique un dosage de ces deux possibilités à l'intérieur de la marge de fluctuations. Si ces reflux de capitaux des Etats-Unis s'accroissaient ou se poursuivaient pendant un certain nombre de semaines ou de mois, les tensions au sein du SME pourraient devenir beaucoup plus fortes. Ces tensions résultent en grande partie du fait qu'à l'intérieur du système il y a des monnaies de

force différente qui s'appuient sur des facteurs fondamentaux insuffisamment convergents, mais il est à noter que ce sont les relations avec l'extérieur du SME, en clair entre le dollar et le deutsche mark, qui font émerger actuellement ces différences et les rendent plus sensibles sur le marché des changes.

M. Pöhl ne souhaite pas choisir entre les différentes hypothèses concevables pour le dollar; il souligne cependant que la vigoureuse reprise aux Etats-Unis a beaucoup aidé le monde et l'Europe et que, dans une large mesure, c'est le déficit budgétaire américain énorme qui l'a rendue possible. Par ailleurs, la fermeté du dollar a eu certainement plus d'avantages que d'inconvénients: pour l'Allemagne, en particulier, où l'amélioration de la capacité concurrentielle de l'industrie a stimulé considérablement les exportations alors que les effets sur l'inflation interne ont été contenus. La combinaison aux Etats-Unis de déficits budgétaires et courants très importants et d'un dollar très élevé représente un mélange détonant qui entraînera tôt ou tard une correction. Les facteurs fondamentaux plaident non seulement pour un affaiblissement à terme du dollar mais aussi pour un raffermissement du deutsche mark. Celui-ci bénéficie d'une conjoncture très bonne que les marchés ne semblent pas encore avoir entièrement perçue. A titre d'illustration on peut citer:

- la croissance réelle qui en taux annualisé a atteint 6% au 4e trimestre 1983;
- les investissements d'équipement, les exportations et les nouvelles commandes dans l'industrie qui sont en très forte augmentation;
- le chômage désaisonnalisé en léger déclin;
- les accords salariaux très modérés conclus depuis deux ans;
- la réduction continue depuis 1981 du déficit budgétaire qui devrait être ramené à DM 35 milliards en 1984, avec un déficit structurel pratiquement éliminé;
- la balance des paiements prospère avec un compte courant plus ou moins équilibré et des exportations nettes de capitaux à long terme réduites de moitié entre 1982 et 1983 par suite notamment d'un quasi-doublement des investissements étrangers en Allemagne.

Malgré un différentiel de taux d'intérêt de 3 à 4 points avec les Etats-Unis, cette tendance au raffermissement du deutsche mark pourrait

s'accentuer si un reversement de climat dans le marché s'ajoutait aux facteurs fondamentaux rappelés brièvement. Si une modification importante dans la relation dollar-deutsche mark se produisait, les tensions dans le SME risqueraient de s'accroître. Une telle évolution signifierait des entrées de capitaux importantes en Allemagne, qui pourraient entraîner une certaine dégrue des taux d'intérêt du marché financier. Ces taux sont encore supérieurs de près d'un point à leur niveau un an plus tôt, mais un léger repli a été observé durant les dernières semaines. En revanche, avec un taux d'escompte à 4% et un taux lombard à 5,5%, la Bundesbank n'a guère de marge de manoeuvre vers la baisse, d'autant que la forte reprise de l'économie pourrait provoquer certaines pressions inflationnistes.

M. de la Genière se réfère à l'hypothèse évoquée par M. Pöhl d'un affaiblissement du dollar et d'un renforcement du deutsche mark, processus qui pourrait être accentué du fait de la force et de la santé de l'économie allemande et qui pourrait alors provoquer plus que des tensions dans le SME. Dans une telle hypothèse, l'afflux de capitaux vers l'Allemagne devrait entraîner naturellement une tendance à la baisse des taux d'intérêt dans ce pays, tendance que la Bundesbank pourrait peut-être accélérer. Jusqu'à présent, un abaissement des taux d'intérêt allemands n'était guère concevable en raison de l'afflux de capitaux vers les Etats-Unis et de la relative faiblesse du deutsche mark. Toutefois, dans une situation inverse, c'est-à-dire s'il y avait une forte pression à la hausse sur la monnaie allemande et des entrées de capitaux substantielles, une certaine marge de baisse des taux d'intérêt serait ménagée étant donné que le taux du marché monétaire à 5 1/4-5 1/2% signifie un taux réel de près de 3%, ce qui est assez élevé pour de l'argent à court terme.

M. Duisenberg indique qu'aux Pays-Bas l'excédent important de la balance des comptes courants est compensé dans une large mesure par des sorties de capitaux à long terme. Toutefois, ces sorties intéressent peu les Etats-Unis (en 1983 le montant ne s'élève qu'à environ \$30 millions) alors qu'il est probable qu'en cas d'affaiblissement du dollar les reflux de fonds se concentrent sur les monnaies les plus fortes, notamment au sein du SME. Il en résultera alors des tensions dans le système mais, comme M. Breen l'a dit au nom des Suppléants, les facteurs fondamentaux justifieraient difficilement un réalignement. Ces afflux de capitaux provoqueront également une expansion monétaire peu souhaitable dans les pays dont les

monnaies seront plus particulièrement recherchées. Aux Pays-Bas, par exemple, malgré un niveau relativement bas, les taux du marché monétaire pourraient peut-être être quelque peu réduits. D'une manière plus générale, on peut se demander s'il serait suffisant pour faire face aux tensions que l'on craint au sein du SME, d'adopter une politique coordonnée de taux d'intérêt du marché monétaire, c'est-à-dire que les pays à monnaies plus fortes abaisseraient leurs taux tandis que ceux à monnaies plus faibles les relèveraient.

M. Lamfalussy ne croit pas qu'en cas de fortes tensions une modification des taux d'intérêt relatifs entre les deux groupes de pays dans le SME permettrait d'éviter un réalignement; elle pourrait permettre toutefois que le réalignement ne soit pas excessif et qu'il se fasse dans des conditions un peu plus calmes.

M. Pöhl reconnaît qu'on peut imaginer un différentiel de taux d'intérêt assez fort pour avoir un effet dissuasif sur la spéculation et il cite l'exemple des taux astronomiques sur l'euro-franc en mars 1983. Même s'il s'agit là de cas extrêmes, les différentiels de taux d'intérêt exercent une influence sur les mouvements de capitaux dans des cas moins exceptionnels; ils représentent, en effet, le coût à payer par la spéculation. Or, comme l'expérience de mars 1983 l'a montré, les mouvements de taux de change sur le marché après le réalignement peuvent être à la fois inférieurs aux modifications des parités et aux différentiels de taux d'intérêt. Une action sur ces derniers pourrait donc exercer un effet stabilisateur d'autant plus que, si un réalignement devait être opéré, on ne l'imagine pas aujourd'hui d'une grande ampleur, c'est-à-dire qu'il devrait être bien moindre qu'en mars 1983. Il convient, toutefois, d'une part de ne pas surestimer l'importance des taux officiels, d'autre part de noter que, même avec un rythme d'inflation modéré, le taux lombard est déjà très bas et la marge de baisse est donc très limitée, peut-être un demi-point, surtout si l'on considère que l'abondance de liquidités créées par les afflux de capitaux rendrait plutôt contre-indiquée une baisse des taux d'intérêt. En tout état de cause, les taux à moyen et long terme du marché financier allemand ont finalement un rôle plus important pour les cours de change; ces taux sont encore relativement élevés, mais la tendance à une légère décline, observée depuis quelques semaines, ne pourrait que se confirmer en cas d'afflux de fonds.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Répartition des frais du Secrétariat du Comité de l'année 1983

Le Président propose de régler, comme il est de coutume, d'un coup l'ensemble des frais du Secrétariat du Comité des Gouverneurs, du Secrétariat du Conseil d'administration du FECOM et de l'Agent du FECOM.

M. Morelli rappelle que le Secrétariat a remis aux Gouverneurs avant la séance une note qui présente le détail de ces frais et fait ressortir une augmentation globale de 6,6% entre 1982 et 1983, pour l'ensemble des dépenses encourues par la BRI au titre du Comité des Gouverneurs et du FECOM.

Le Président constate l'approbation de la note du Secrétariat par le Comité. Le Secrétariat recourra à la procédure habituelle pour le règlement des frais dont le total (Comité des Gouverneurs et FECOM) pour chaque banque centrale de la CEE est présenté au tableau No 5 annexé à ladite note.

- Bilan des cinq dernières années de coopération monétaire au sein de la CEE et du SME

A l'invitation du Président, M. Breen rend compte des discussions des Suppléants sur ce sujet.

Lors de la dernière session du Conseil des Ministres des Finances de la CEE (ECOFIN), le 6 février 1984, le Président, M. Delors, a mentionné dans le programme de travail du Conseil pour le premier semestre 1984, un bilan des cinq dernières années de coopération monétaire au sein de la CEE. Afin de pouvoir discuter ce bilan à l'occasion de la prochaine session du Conseil le 12 mars 1984 (veille du cinquième anniversaire du SME), M. Delors a indiqué qu'un document écrit serait préparé par la Commission et le Comité monétaire et qu'il devrait être prêt pour les Ministres pour le 1er mars.

Bien que les banques centrales soient représentées au Comité monétaire, le Comité des Suppléants a soulevé la question de savoir si le Comité des Gouverneurs devrait être directement impliqué dans l'examen d'un système qu'il gère et dont les modalités de fonctionnement font l'objet de l'Accord entre les banques centrales de la CEE du 13 mars 1979.

En vue de permettre aux Gouverneurs de préparer leurs propres commentaires, les représentants de la Commission se sont engagés, au cours de la discussion des Suppléants, à transmettre aux Gouverneurs le document que la Commission établira et qui devrait être prêt vers le 20 février.

Les Suppléants ont estimé que si ce document se révélait être uniquement une revue des évolutions enregistrées durant les cinq dernières années, peu d'action de la part des Gouverneurs serait nécessaire. En revanche, un document plus analytique et avec des orientations plus politiques exigerait une attention plus étroite de la part des banques centrales et un commentaire du Comité des Gouverneurs pourrait alors être nécessaire. Ce commentaire, préparé par le Secrétariat, pourrait être adopté selon une procédure écrite et si les Gouverneurs en sont d'accord, il pourrait être présenté oralement au Conseil ECOFIN par le Président du Comité des Gouverneurs.

M. Russo confirme qu'un document va être présenté par la Commission, qu'il devrait être prêt dans la semaine commençant le 20 février et qu'il sera transmis, comme cela a été demandé, au Comité des Gouverneurs en même temps qu'au Comité monétaire. Ce document devrait être rétrospectif plutôt que prospectif et dresser un bilan des cinq années d'expérience du SME avec les éléments de succès et ceux qui sont moins satisfaisants. Le Comité monétaire se saisira du document lors de sa prochaine réunion, le 27 février 1984, et il n'a pas encore arrêté la procédure quant à la présentation de son avis au Conseil ECOFIN du 12 mars; on peut imaginer par exemple un document séparé de celui de la Commission ou un commentaire exposé oralement aux Ministres des Finances.

En réponse à une question de M. Pöhl sur le caractère de la discussion que les Ministres envisagent d'avoir le 12 mars 1984 sur le SME, M. Russo indique que les réactions au Comité monétaire le 27 février devraient permettre d'en savoir un peu plus. Le bilan des cinq années du SME ne sera pas le seul point à l'ordre du jour du Conseil mais il devrait constituer un point important.

M. de la Genière fait observer que ce bilan du SME prévu à l'ordre du jour du Conseil ECOFIN du 12 mars 1984 soulève des problèmes de principe et de compétence. En effet, il convient tout d'abord de ne pas oublier que le Comité des Gouverneurs et le Conseil d'administration du FECOM sont chargés de l'administration du SME dont les règles de fonctionnement font l'objet d'un Accord entre les banques centrales, conclu bien entendu dans le cadre des décisions prises par le Conseil européen et le Conseil des Ministres des Finances. Les Gouverneurs se penchent mois après mois sur le fonctionnement du système et apprécient l'opportunité des actions à

entreprendre; il n'est donc pas concevable qu'ils soient silencieux ou absents dans un débat concernant le SME. Il s'en suit que le Comité des Gouverneurs doit manifester son existence et son rôle d'une certaine manière. Plusieurs possibilités sont imaginables:

- le Comité attend le rapport de la Commission et fait connaître ses réactions en établissant un document qui serait préparé par les Suppléants, soumis à l'approbation des Gouverneurs et présenté au Conseil le 12 mars 1984 jpar le Président du Comité;

- les Gouverneurs participent au Conseil du 12 mars, leur présence tout à fait normale ne suppose pas une invitation formelle; le problème d'ubiquité (être à Bruxelles puis à Bâle le même jour pourrait certainement être résolu);

- les Gouverneurs prennent l'initiative de transmettre aux Ministres le rapport No 49 du "groupe Dalgaard" de juin 1983, qui couvre largement l'expérience du SME de mars 1979 à juin 1983, avec deux précautions: d'une part la suppression du chapitre ayant trait aux possibilités d'élargissement des marges de fluctuations; d'autre part la mise à jour de quelques tableaux statistiques pour tenir compte de la période écoulée depuis l'été dernier;

- les Gouverneurs peuvent aussi manifester par leur abstention qu'ils se désintéressent du sujet.

M. Duisenberg partage les préoccupations de M. de la Genière. Il considère toutefois qu'en vue d'éviter les effets psychologiques défavorables d'un débat sur le SME, annoncé à l'avance et regroupant les Ministres des Finances et les Gouverneurs, il a une nette préférence pour que ceux-ci ne se rendent pas à Bruxelles. En revanche, il est en faveur de la troisième formule suggérée par M. de la Genière, à savoir: la transmission aux Ministres avant le 12 mars d'un document établi à partir du Rapport No 49 sous la responsabilité des Suppléants, ainsi que la présence au Conseil du Président du Comité.

M. Pöhl est également d'avis qu'une rencontre inhabituelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs pourrait produire des inquiétudes ou agitations sur les marchés des changes. Il conviendrait donc ou bien de faire valoir au Président du Conseil qu'il serait peut-être préférable de retirer le SME à l'ordre du jour du 12 mars (une discussion pourrait avoir lieu lors d'une occasion plus appropriée, par exemple la réunion informelle des Ministres et Gouverneurs en mai), ou bien de renoncer à la présence des Gouverneurs le 12 mars à Bruxelles. Le Comité pourrait se contenter d'être représenté au Conseil par son Président - procédure qui a été plusieurs fois suivie durant les dernières années - et éventuellement de transmettre un document établi, comme cela a été suggéré, à partir du rapport du "groupe Dalgaard".

M. Ciampi se rallie aux vues exprimées par MM. Duisenberg et Pöhl, il est en faveur de la non participation des Gouverneurs au Conseil et il se demande même si le Président ne pourrait pas également s'abstenir pour marquer que le Comité n'a pas été saisi d'un sujet pour lequel il a des prérogatives évidentes.

M. Leigh-Pemberton est également en faveur de ne pas aller à Bruxelles et il est très perplexe quant au contenu du document de la Commission et à la nature de la discussion attendue au niveau des Ministres.

M. Russo indique que le document de la Commission n'est même pas encore au stade du premier projet; il s'agira toutefois d'un rapport essentiellement rétrospectif qui ne devrait pas aborder véritablement les possibilités d'amélioration du SME.

M. Hoffmeyer rappelle que chaque fois qu'il y a une question monétaire à l'ordre du jour d'un Conseil ECOFIN, le Président du Comité est de droit présent; il serait malheureux de rompre cette tradition et il serait peu sage de bouder la session et de pratiquer la politique de l'absence. Il se déclare donc nettement pour la présence du Président du Comité au Conseil du 12 mars 1984, présence qui apparaît tout à fait normale alors que le déplacement en bloc de tous les Gouverneurs revêtirait un autre caractère.

Le Président tire de l'échange de vues les éléments suivants:

- les Gouverneurs veulent éviter de donner des signes qui pourraient être mal interprétés et ils pourraient faire valoir, auprès de leurs Ministres des Finances et de leurs représentants au Comité monétaire, l'intérêt de

donner un profil bas à ce bilan du SME (plutôt un geste politique de commémoration du cinquième anniversaire que la manifestation d'un désir d'aménager le système); dans ce même esprit, il semble préférable de ne pas prendre l'initiative de transmettre un document du Comité établi à partir du Rapport des experts No 49 et d'attendre une demande d'examen éventuelle de certaines questions concernant le SME qui pourrait émerger de la discussion des Ministres;

- le document de la Commission, qui selon M. Russo devrait être essentiellement rétrospectif, devra toutefois être examiné soigneusement; en fonction de son contenu et des questions qu'il pourrait soulever, le Président pourra soit se limiter à marquer la présence du Comité en participant à la session du Conseil du 12 mars, soit non seulement participer mais présenter les remarques du Comité qui seraient mises au point en accord avec les Gouverneurs.

- Renforcement de la coordination entre la Norvège et la Communauté

M. Breen rend compte du débat des Suppléants sur cette question.

Le Comité des Suppléants a discuté la requête que M. Skånland a présentée en vue d'établir des relations directes entre les autorités monétaires norvégiennes et le Comité des Gouverneurs.

Après sa visite à M. de la Genière en octobre dernier, M. Skånland a également discuté cette question de coopération avec le Secrétariat du Comité à Bâle, le 2 février, et il envisage de rencontrer le Gouverneur Ó Cofaigh à Dublin au cours des prochaines semaines.

Le Comité des Suppléants a estimé qu'un échange de lettres entre M. Getz Wold, Gouverneur de la Norges Bank et le Président du Comité des Gouverneurs pourrait suivre cette visite. La question pourrait être traitée formellement à la séance du Comité des Gouverneurs de mars ou ultérieurement en fonction de la date de réception de la lettre de M. Getz Wold. Sur la base des contacts pris jusqu'à présent, il semble que cette lettre pourrait être centrée sur les trois points suivants:

- une coopération plus étroite prendrait la forme de contacts non institutionnels,

- un échange d'informations sur des sujets d'intérêt commun serait établi entre des représentants de la Norges Bank et le Secrétariat du Comité des Gouverneurs,

- un échange de vues entre le Président du Comité des Gouverneurs et des représentants de la Norges Bank aurait lieu, par exemple une fois par an.

Le Président indique qu'il est prêt à recevoir M. Skånland et à écouter ses vues sur le renforcement de la coopération entre la Norges Bank et le Comité; il rappelle l'existence, à l'époque du "serpent", d'une formule de coopération très souple, analogue à ce qui est suggéré maintenant. Le Président conclut en précisant que cette question pourra être reprise en mars et qu'il fera alors rapport de ses conversations avec M. Skånland.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 13 mars 1984, à 10 heures.

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

JANVIER 1984

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 janvier 1984 et les premiers jours de février 1984.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En janvier, l'évolution sur les marchés des changes a été principalement caractérisée par les événements suivants:

- une forte appréciation du dollar EU, durant la première partie du mois, l'a porté vers de nouveaux sommets sur de nombreuses places;
- le yen japonais s'est relativement bien comporté par rapport au dollar et a continué de se renforcer vis-à-vis des monnaies européennes;
- au sein du SME, la position isolée du franc belge au bas de la bande s'est accentuée, en raison d'un certain raffermissement du DM.

Le dollar EU s'est fortement apprécié par rapport à la plupart des autres monnaies jusqu'au milieu de la deuxième semaine de janvier,

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

dans un marché actif et souvent agité, les opérateurs s'employant à prendre de nouvelles positions ou à couvrir les besoins prévus pour la nouvelle année. Par la suite, cependant, la pression à la hausse s'est atténuée devant la multiplication des signes de ralentissement de la reprise économique aux Etats-Unis, dont le rythme devenait plus soutenable, et en raison de l'amorce de convergence des résultats économiques dans les grands pays industrialisés. Pendant le reste du mois, le dollar a connu d'importantes fluctuations au jour le jour, mais dans l'ensemble il n'a cédé qu'une faible partie des gains antérieurs. Au total, il a progressé en janvier d'environ 3% par rapport aux grandes monnaies européennes et de 1,2% à l'égard du yen japonais.

La situation au sein du SME ne s'est pas sensiblement modifiée au cours du mois sous revue. Le deutsche mark s'est de nouveau légèrement apprécié et a rejoint les quatre monnaies fluctuant près du sommet de la bande étroite, à l'opposé du franc belge.

Le franc belge est resté isolé au bas de la bande du SME ou à ses environs, atteignant occasionnellement son cours plancher vis-à-vis du franc français. Les interventions ont cependant été modestes et ont revêtu essentiellement la forme de ventes de dollars par la Banque Nationale de Belgique.

Durant la première partie du mois, le deutsche mark a eu un accès de faiblesse relativement sérieux par rapport au dollar, tombant à son niveau le plus bas depuis dix ans. Bien que son redressement ultérieur par rapport à la monnaie américaine ait été fort modeste, il s'est notablement apprécié au sein du SME. La légère tendance au raffermissement du mark a été due, en partie du moins, à l'excédent substantiel des paiements courants enregistré en décembre.

Conforté par un développement substantiel de ventes de devises d'exportateurs français, le franc français s'est aisément maintenu dans la partie supérieure de la bande de fluctuation de 2,25%, en dépit de quelques cessions de francs auxquelles certains opérateurs étrangers ont procédé en milieu de mois.

Le florin néerlandais s'est légèrement affaibli par rapport à la position qu'il occupait près de la limite supérieure de la bande du SME, dans un marché relativement calme.

La couronne danoise est restée dans la partie supérieure de la bande du SME et n'a pas été affectée par les élections générales qui se sont déroulées vers le milieu du mois.

Bénéficiant de l'amélioration sous-jacente de la balance des paiements courants de l'Irlande, la livre irlandaise est demeurée stable au sommet de la bande étroite ou à ses environs.

La lire italienne s'est maintenue bien au-dessus de la bande étroite, faisant preuve d'une grande stabilité vis-à-vis des autres monnaies du SME, dans un marché équilibré n'ayant nécessité que des interventions modérées de la part de la Banca d'Italia.

Bien que la livre sterling se soit affaiblie dans l'ensemble par rapport au dollar EU, elle est demeurée ferme par rapport aux monnaies participant au mécanisme de change du SME, aidée en cela par les conditions plus calmes régnant sur le marché du pétrole. L'indice pondéré de la livre a fléchi de 83,0 à 81,8 en janvier.

La drachme grecque s'est dépréciée de 4,4% et 1,3% respectivement par rapport au dollar EU et à l'Ecu.

Le yen a reculé d'un peu plus de 1% par rapport au dollar généralement en hausse. A l'égard des principales monnaies européennes cependant, le yen s'est apprécié, pour atteindre des niveaux records, traduisant ainsi la situation économique fondamentale favorable du Japon par rapport à celle des autres pays.

Après avoir, dans un premier temps, continué de s'apprécier légèrement vis-à-vis des monnaies du SME, le franc suisse a légèrement fléchi, en raison de la baisse des taux d'intérêt sur l'euro-franc suisse. Dans l'ensemble, le franc n'a guère varié par rapport au deutsche mark.

La couronne suédoise n'a enregistré que de faibles variations par rapport à son indice pondéré au cours du mois de janvier, à l'exception toutefois d'une brève période durant la dernière partie du mois, où elle s'est renforcée en raison de rumeurs de réévaluation qui se sont propagées au niveau international. Les entrées importantes de devises qui en sont résultées ont donné lieu à des achats substantiels de dollars par la Sveriges Riksbank au cours de cette période. Sur l'ensemble du mois, la couronne est demeurée pratiquement inchangée par rapport à son indice, mais elle s'est dépréciée de 2,2% à l'égard du dollar.

La couronne norvégienne est également demeurée stable en termes effectifs, une baisse de 2,1% par rapport au dollar ayant été compensée par un certain redressement vis-à-vis des monnaies du SME.

Grâce à des écarts de taux d'intérêt à court terme favorables et aux bons résultats que continuait d'enregistrer le Canada sur le plan du commerce extérieur, le dollar canadien ne s'est que modestement affaibli vis-à-vis du dollar EU. Il s'est cependant redressé à l'égard de la plupart des autres grandes monnaies.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En janvier, les ventes nettes de dollars ont atteint \$EU 0,9 milliard (\$EU 2,2 milliards de ventes brutes et \$EU 1,3 milliard d'achats bruts), contre \$EU 3,0 milliards en décembre (\$EU 4,1 milliards de ventes brutes et \$EU 1,1 milliard d'achats bruts).

En janvier, la Deutsche Bundesbank a été le principal vendeur de dollars. Les autres vendeurs nets ont été la Banque Nationale de Belgique, la Banque de France, la Banca d'Italia et la Federal Reserve Bank of New York (contre deutsche marks). Des achats nets ont été effectués par la Sveriges Riksbank, la Norges Bank et la Bank of England.

b) Interventions en monnaies communautaires

Les interventions brutes en monnaies communautaires sont demeurées limitées en janvier, atteignant l'équivalent de \$EU 0,3 milliard, soit le même niveau qu'en décembre. La plupart des interventions ont consisté en achats et ventes de deutsche marks à l'intérieur des marges, de la part essentiellement de la Banque de France. Pour le reste, il s'est agi presque exclusivement d'interventions obligatoires portant sur le franc belge et le franc français.

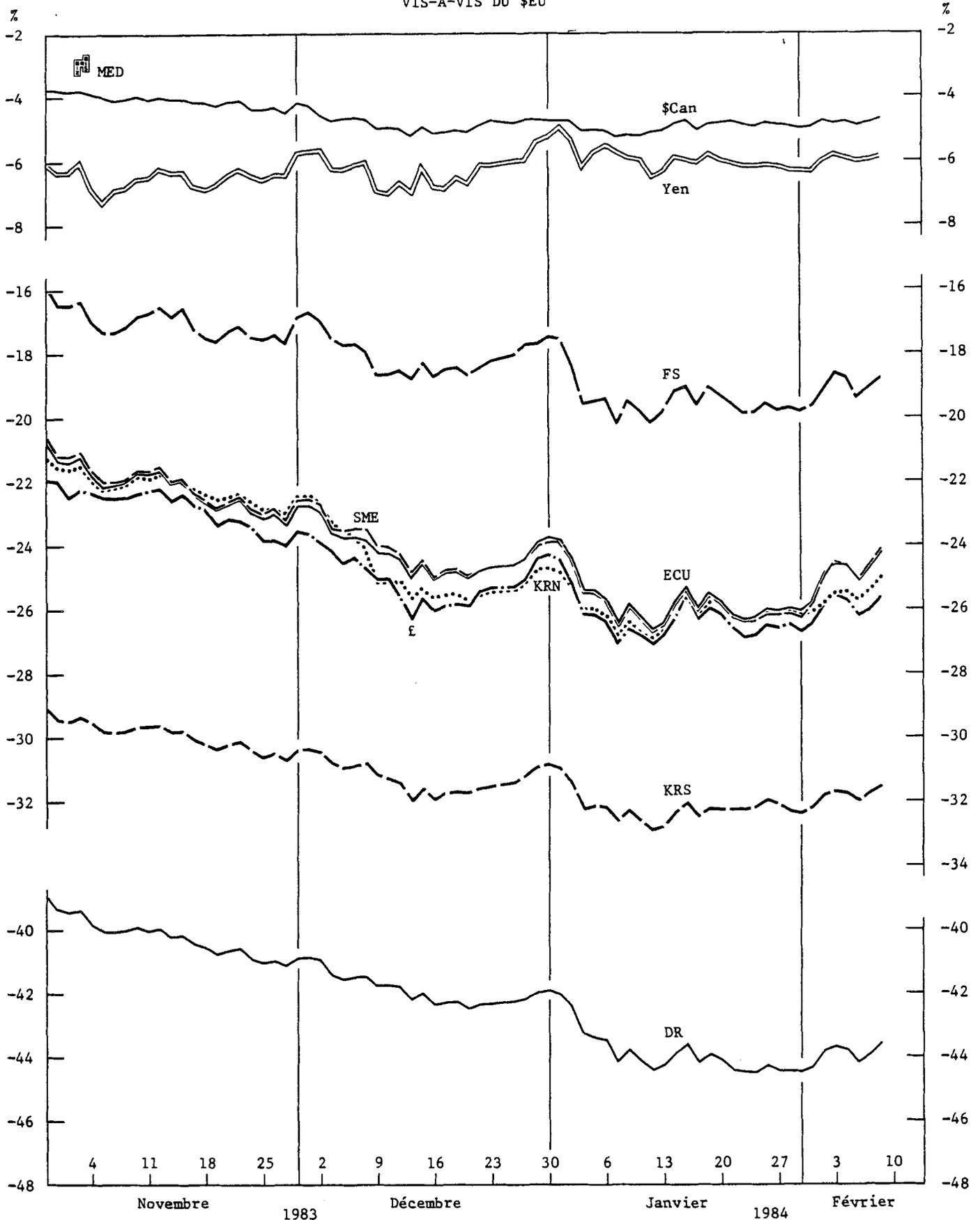
IV. PREMIERS JOURS DE FEVRIER 1984

Au début de février, le dollar a perdu la majeure partie des gains qu'il avait enregistrés à l'égard des monnaies du SME le mois précédent. Le fléchissement s'est surtout produit durant les tout premiers jours de février, lorsque des indications ont circulé à propos de sorties de fonds du marché financier américain. Un revirement d'opinion défavorable au dollar a paru s'opérer dans le marché à la suite de déclarations devant le Congrès sur l'impact négatif des déficits budgétaires futurs, ces déclarations ayant suscité des doutes sur la possibilité pour la monnaie américaine de se maintenir aux niveaux élevés atteints jusque-là. Ce mouvement de baisse s'est toutefois freiné depuis lors en face de la détérioration de la situation au Liban et devant la réaffirmation, par le Réserve Fédérale, de sa détermination à suivre une politique monétaire non inflationniste.

Le recul du dollar a favorisé en particulier le deutsche mark, qui est passé de ce fait en tête de la bande étroite du SME. Cette évolution a entraîné un accroissement des interventions au sein du système. Le franc belge a dû être soutenu, à plusieurs reprises, à sa limite inférieure par rapport au mark, tandis que certaines autres banques centrales du SME ont également apporté un soutien modéré à leur monnaie en vendant des dollars et des deutsche marks. La lire italienne a fléchi d'environ 1% par rapport aux autres monnaies du SME.

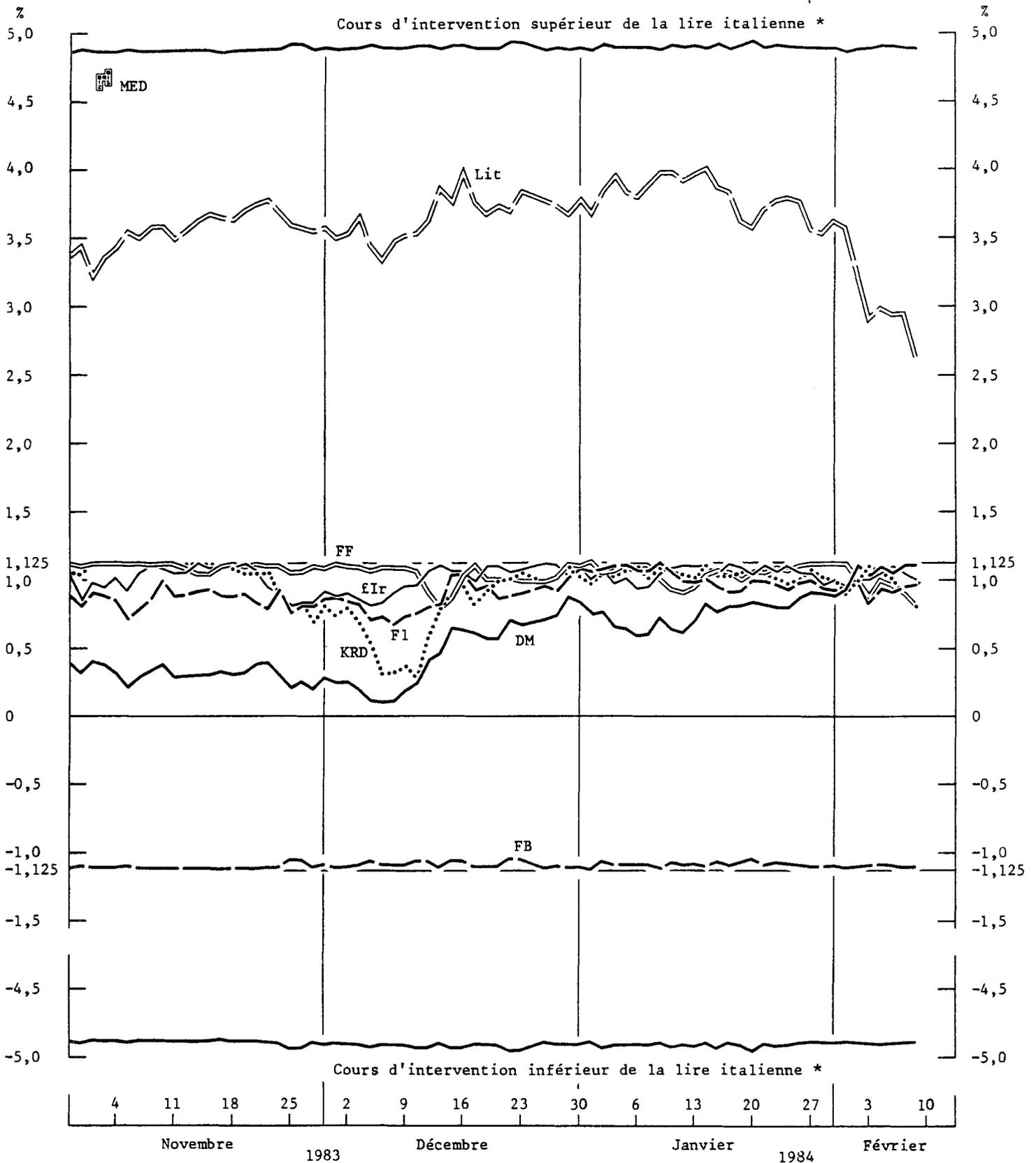
Alors que le dollar a cédé 2,5% vis-à-vis du deutsche mark, il ne s'est replié que de 0,8% et de 0,6% respectivement à l'égard de la livre sterling et du franc suisse et n'a pratiquement pas varié par rapport au yen japonais.

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



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

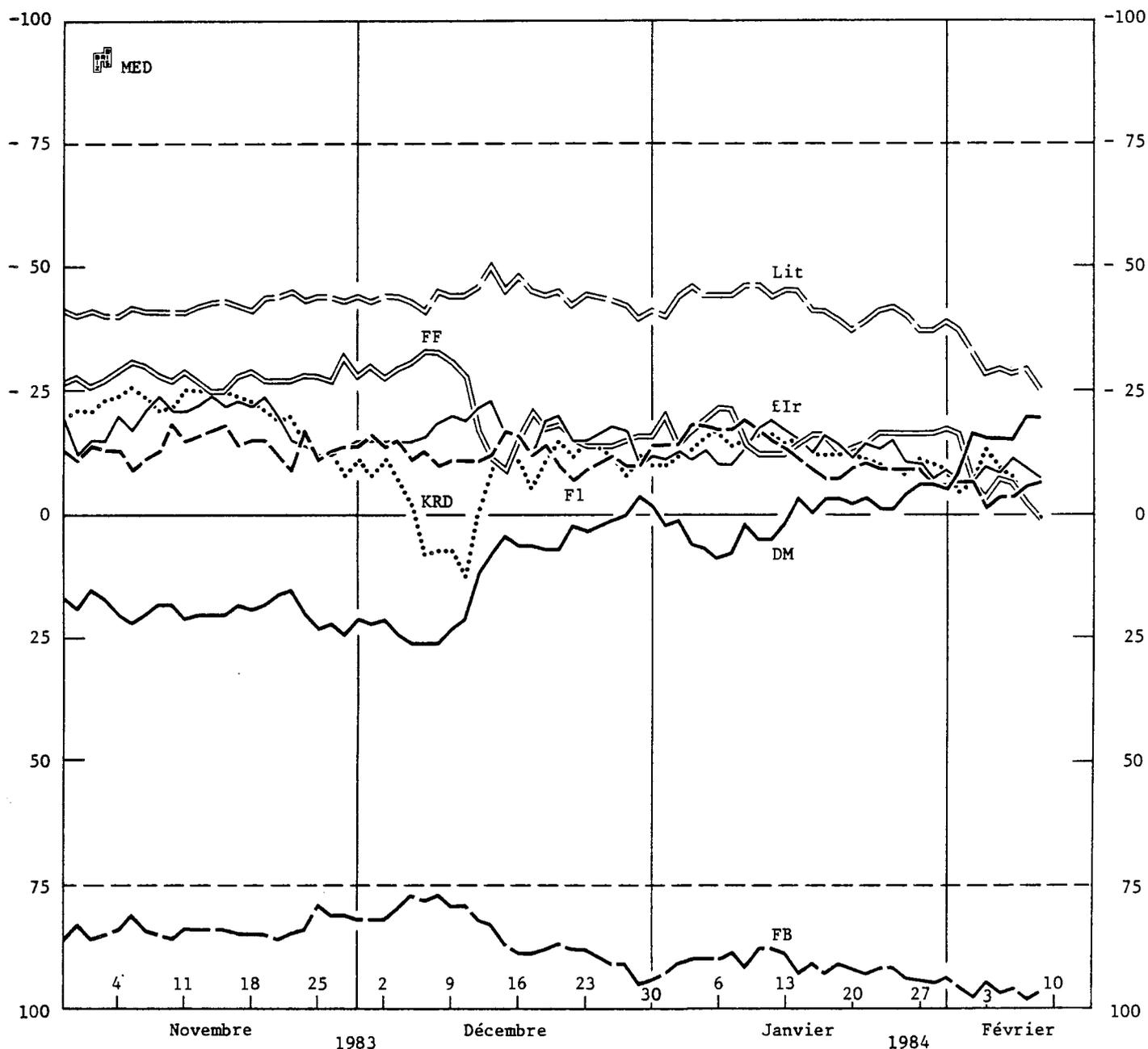
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

9 février 1984

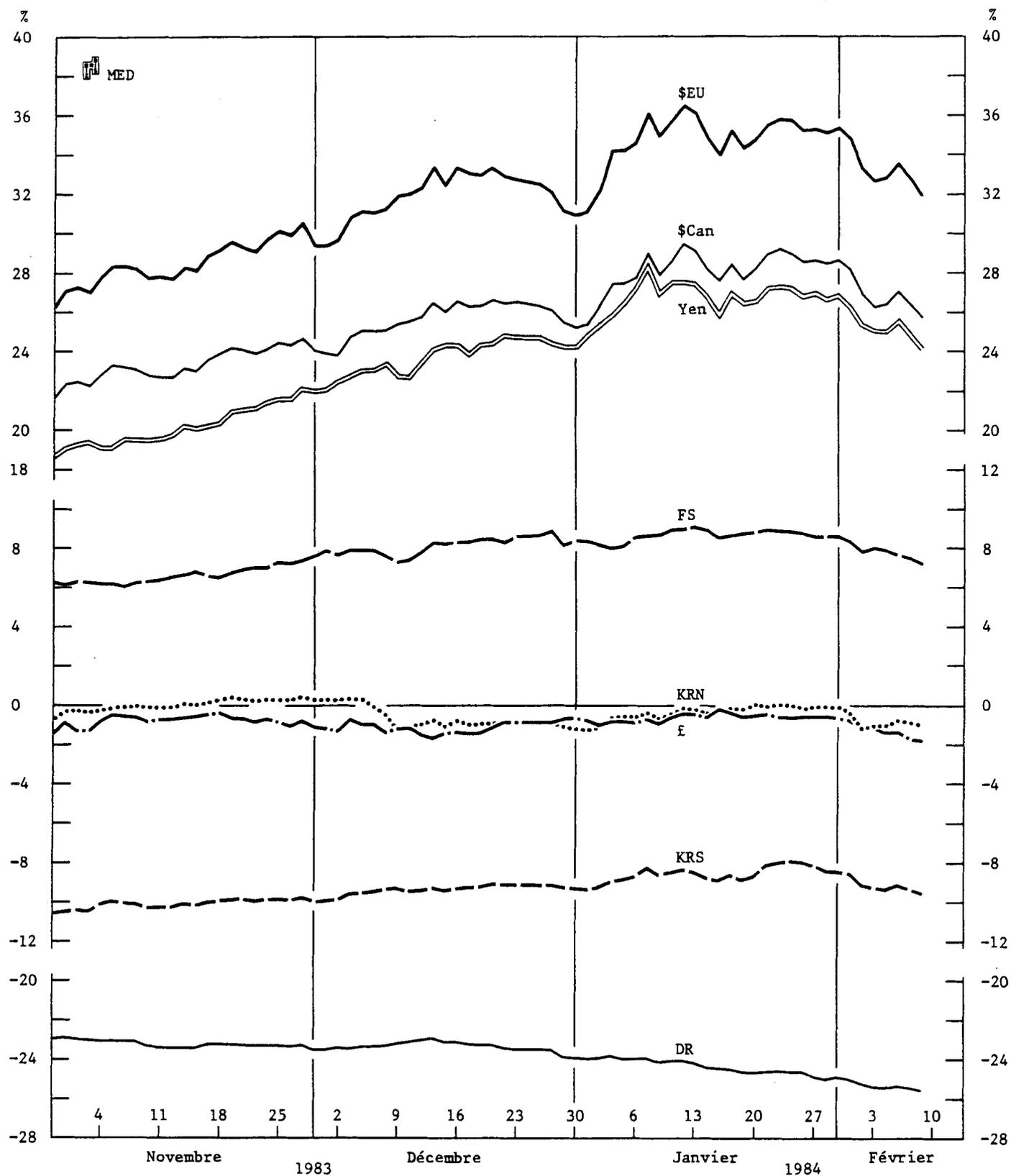
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



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

9 février 1984

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
 PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
 SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS LE 31 DÉCEMBRE 1981 *



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

9 février 1984

February 1984

Annexe II

Table which will be commented on by Prof. Lamfalussy
at the EEC Governors' meeting on Tuesday 14th February 1984

Table 1

United States: Balance of payments 1978-81
(in billions of US dollars)

	1978	1979	1980	1981	1982	1982	1982	1983	1982		1983			
	Year	Year	Year	Year	Year	I - 111	I - 111	I - 111	I	II	III	I	II	III
Current-account balance ¹	- 15.4	- 1.0	0.4	4.6	- 11.2	- 4.6	- 25.2	0.5	1.5	- 9.7	- 6.6	- 3.6	- 9.6	- 12.0
Capital-account balance (- = capital outflows).....	- 29.0	- 10.8	- 37.9	- 30.2	- 27.9	- 20.3	18.8	- 0.1	- 9.7	- 10.5	- 4.8	- 4.8	8.7	14.9
- Official sector	- 0.0	1.2	- 1.8	- 2.1	1.8	0.3	4.0	0.6	1.0	- 1.3	1.6	1.6	2.3	0.1
- Long-term Treasury securities	2.6	4.9	2.2	1.4	1.0	4.8	7.1	1.1	- 0.1	1.4	1.0	1.0	3.1	1.1
- Treasury bills and certificates	- 0.4	0.1	0.4	1.6	6.0			0.2	2.2		1.9			
- US Government loans (net of repayment) and other official long-term capital flows	- 4.5	- 3.8	- 5.4	- 5.3	- 5.8	- 4.8	- 3.1	- 0.7	- 1.5	- 2.5	- 1.1	- 1.1	- 0.8	- 1.0
- Other official capital flows	2.3	- 0.0	1.0	0.2	0.6	0.3		0.0	0.4	- 0.2	- 0.2	- 0.2		
- Private sector	- 29.0	- 12.0	- 36.1	- 28.1	- 29.7	- 20.6	14.8	- 0.7	- 10.7	- 9.2	- 6.4	- 6.4	6.4	14.8
- Direct investment (net)	- 8.1	- 13.3	- 5.6	12.3	13.4	8.6	1.8	1.7	4.1	2.8	2.3	2.3	1.2	- 1.7
- abroad	(- 16.0)	(- 25.2)	(- 19.2)	(- 9.7)	(3.0)	(1.0)	(- 4.9)	(- 0.4)	(1.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(- 1.0)	(- 4.1)
- in the United States	(7.9)	(11.9)	(13.6)	(22.0)	(10.4)	(7.6)	(6.7)	(2.1)	(2.9)	(2.6)	(2.1)	(2.1)	(2.2)	(2.4)
- Portfolio investment (net)	- 1.4	- 3.4	1.9	1.5	- 1.9	- 0.3	1.3	0.7	1.9	- 2.9	- 2.9	1.2	- 0.6	0.7
- Other non-bank capital flows	- 2.0	- 1.7	3.7	- 0.2	3.9	1.5	- 4.8	3.8	- 2.8	0.5	- 4.5	- 4.5	- 0.3	n.a.
- Banking flows	- 17.5	6.4	- 36.1	- 41.7	- 45.1	- 30.4	16.5	- 6.9	- 13.9	- 9.6	- 5.4	- 5.4	6.1	15.8
- claims	(- 33.6)	(- 26.2)	(- 46.8)	(- 83.9)	(- 109.4)	(- 91.9)	(- 11.3)	(- 32.6)	(- 38.7)	(- 20.6)	(- 16.0)	(- 16.0)	(5.2)	(- 0.5)
- liabilities	(16.1)	(32.6)	(10.7)	(42.2)	(64.3)	(61.5)	(27.8)	(25.7)	(24.8)	(11.0)	(10.6)	(10.6)	(0.9)	(16.3)
Statistical discrepancy	12.5	25.4	29.6	24.2	41.4	26.8	8.1	3.8	7.9	15.1	8.9	8.9	- 0.7	- 0.1
Changes in net official position ²	- 31.9	13.6	- 7.9	- 1.4	2.3	1.9	1.7	4.2	- 0.3	- 2.0	0.5	0.5	- 1.6	2.8
- US reserve assets (+ = increase)	- 0.7	- 0.0	7.0	4.1	5.0	3.0	0.2	1.1	1.1	0.8	0.8	0.8	- 0.0	- 0.6
- Official liabilities (- = increase)	- 31.2	13.6	- 14.9	- 5.5	- 2.7	- 1.1	1.5	3.1	- 1.4	- 2.8	- 0.3	- 0.3	- 1.6	3.4

1 Quarterly data and first-to-third-quarter totals are seasonally adjusted. 2 Excluding valuation adjustments and SDR allocations.