

PROCES-VERBAL \*  
DE LA 190e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 13 NOVEMBRE 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 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 Häusler; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Pliatsikas; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Waitezenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Masera et Saccomanni; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, Boot, de Boer et Brockmeijer; 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. Louw; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees; M. Jaans, Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois. Assiste, en outre, M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en indiquant que sous le point IV "Autres questions" deux sujets seront évoqués: d'une part, M. Lamfalussy dira quelques mots à propos de statistiques établies par la BRI sur les créances et engagements en Ecus privés des banques commerciales; d'autre part, le Président lui-même donnera quelques indications sur une démarche du Comité ad hoc sur les questions institutionnelles qui a été créé par le Conseil européen de juin 1984.

---

\* Texte définitif approuvé lors de la séance du Comité du 11 décembre 1984 et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 189e séance

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif, le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 189e séance du 11 septembre 1984.

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 des mois de septembre et d'octobre et des premiers jours de novembre 1984;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques.

A. Exposé de M. Breen

Lors de leur réunion de lundi matin, les Suppléants ont pris note du compte rendu de M. Dalgaard sur les modifications de caractère rédactionnel que les experts sont convenus d'apporter au rapport concertation. Les Suppléants ont relevé au cours de leur discussion du projet de rapport, que la récente dépréciation du dollar par rapport aux monnaies de la CEE n'a pas entraîné de difficultés pour le SME. Il a été noté, toutefois, que deux facteurs ont contribué à maintenir le système à l'abri de tensions. En premier lieu, le recul du dollar n'a fait que renverser l'avance observée en septembre et jusqu'à la mi-octobre, laissant le cours à un niveau qui est encore considéré généralement comme élevé. En second lieu, le marché ne s'attend qu'à un déclin graduel du dollar à partir de son niveau élevé actuel, ce qui devrait donner au SME de bonne chance d'éviter les conséquences négatives d'un recul soudain et brutal de la monnaie américaine. Il apparaît toutefois désirable de mettre à profit la période actuelle de calme relatif pour renforcer la convergence des politiques et des résultats - notamment en matière d'inflation - de façon à limiter le danger de tensions qui pourraient se développer dans le SME en liaison avec un affaiblissement sensible du dollar.

B. Discussion du Comité

M. Gleske présente quelques commentaires sur les interventions de la Deutsche Bundesbank. Les ventes de dollars effectuées en septembre et début octobre ont davantage retenu l'attention et ont amené certains à se demander si la tactique d'interventions de la banque centrale n'avait pas été changée. En fait, il n'en est rien. Les afflux provenant de diverses sources, notamment de paiements d'intérêts, forcent la Bundesbank à vendre du dollar sur le marché pour éviter que ses réserves s'accroissent indéfiniment. Ces ventes ont été faites en essayant de lisser les fluctuations du marché et elles ont été importantes: 2 milliards de dollars en septembre avec, le 21 septembre, une intervention massive qui a produit un certain renversement de la tendance. Depuis lors et jusqu'au 10 novembre, le dollar s'est plutôt replié; la Deutsche Bundesbank n'est plus intervenue et ses réserves en dollars ont recommencé à augmenter. Par ailleurs, des interventions en deutsche marks ont été effectuées par des banques centrales partenaires; elles ont eu, généralement, pour effet de freiner la baisse du deutsche mark et parfois, lorsque celui-ci a été vendu, de ralentir le déclin du dollar. Si ce déclin est ordonné et graduel la bande communautaire ne devrait pas être trop agitée. Les politiques économiques des pays du SME sont en effet aujourd'hui beaucoup plus convergentes même si la convergence dans l'évolution, notamment de l'inflation, n'est pas encore suffisante.

M. de la Genière informe le Comité que les autorités monétaires françaises sont en train de mettre au point une réforme assez sensible des modalités de la politique monétaire et indique qu'il diffusera prochainement, à travers le secrétariat, une note sur cette question. Il s'agit d'abandonner l'encadrement du crédit en vigueur depuis 1972 et de passer à un système reposant principalement sur le jeu des taux d'intérêt et le réglage de la liquidité bancaire.

M. Chalikiás rappelle qu'en septembre la Banque de Grèce a pris certaines mesures pour assurer la disponibilité des drachmes nécessaires à la couverture de positions en Ecus. Les banques commerciales opérant en Grèce ont le droit d'accepter des dépôts à terme en drachmes convertibles et de prêter des drachmes convertibles aux institutions financières implantées à l'étranger à des taux librement négociables; ces banques commerciales sont aussi autorisées à acheter et à vendre à

terme des devises contre drachmes convertibles. La demande a été satisfaite mais les taux d'intérêt ont été beaucoup plus élevés qu'on ne le pensait au début de l'ouverture de ce marché. La Banque de Grèce est intervenue en offrant des drachmes convertibles au taux d'intérêt de 26%. Toutefois, le raffermissement du dollar et les anticipations concernant le cours de la drachme ont entraîné des pressions et ont amené la Banque de Grèce à relever le taux jusqu'à 36%. A partir de ce niveau, la demande de drachmes convertibles a baissé; en outre, les opérations ont été contrôlées plus strictement afin de s'assurer que les drachmes fournies étaient effectivement acheminées vers le marché de l'Ecu; il en est résulté un recul des taux d'intérêt qui se situent début novembre entre 29,5 et 30%. Le volume des prêts a baissé, il est de l'ordre de 50 à 100 millions de drachmes par jour mais l'encours d'environ 9 milliards est beaucoup plus élevé que prévu. Le marché de la drachme convertible reste encore unilatéral en ce sens qu'il n'y a eu que des prêts à des établissements étrangers sans augmentation correspondante de dépôts auprès de banques helléniques. En revanche, pour la première fois depuis l'ouverture du marché à terme, on a noté des achats à terme de drachmes.

Le Président constate l'adoption du rapport par le Comité, rapport qui, comme d'habitude, sera transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

III. Examen des propositions de renforcement du SME sur la base du Rapport No 54 établi par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard

A. Exposé de M. Breen

Ainsi que le Comité des Gouverneurs le sait, un rapport intérimaire sur les possibilités de renforcement du SME a été présenté aux Ministres des Finances lors de la réunion de Dromoland Castle en Irlande, le 16 septembre 1984. Ce rapport a fait mention des possibilités d'améliorer les conditions d'utilisation de l'Ecu au sein du SME et a indiqué que les études dans ce domaine allaient être poursuivies. Ces études complémentaires ont pris la forme du Rapport No 54 établi par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard. Ce rapport qui a été diffusé, répond au mandat donné par le Comité des Suppléants et complété par deux points supplémentaires, à la demande de la Banque Nationale de Belgique.

Tous les Suppléants, sauf un, peuvent accepter un paquet de mesures tel qu'il est décrit dans le Rapport No 54 et comprenant un nouveau mécanisme de mobilisation, une rémunération de l'Ecu rattachée aux taux du marché et l'extension de l'utilisation de l'Ecu à des tiers détenteurs. Afin d'aboutir à un compromis, certaines réserves ont été écartées et un consensus a été réalisé sur deux éléments du mécanisme de mobilisation qui restaient encore ouverts, à savoir:

- que le multiplicateur déterminant la fraction mobilisable des Ecus alloués soit égal à 1,5 (voir pages 5 à 6 du Rapport No 54, version française);
- que les opérations de mobilisation soient conclues pour une période de trois mois renouvelables en cas de difficultés persistantes pour une autre période de trois mois.

En revanche, un Suppléant a exprimé avec vigueur l'idée que l'accent aurait dû être mis sur l'étude des possibilités d'utilisation de l'Ecu dans les règlements. En conséquence, il a souligné que le paquet suggéré, qui exclut les propositions concernant les règlements en Ecus, ne représenterait aucun progrès. Dans la mesure où il y aurait une assurance que ces propositions seront examinées d'une manière positive et constructive, ce Suppléant pourrait s'associer aux autres Suppléants sur un paquet incluant le nouveau mécanisme de mobilisation et l'extension de l'utilisation des Ecus à des tiers détenteurs.

Enfin, le Comité des Suppléants rappelle que ses études sur le renforcement du SME font partie de propositions plus larges englobant des domaines extérieurs aux banques centrales. La plupart des Suppléants sont d'avis que les propositions contenues dans le Rapport No 54 représentent un progrès concret dans le domaine monétaire; ils notent, toutefois, que jusqu'à présent aucun progrès réel n'apparaît dans les autres domaines.

#### B. Discussion du Comité

Le Président rappelle que suite à la réunion informelle de Rambouillet en mai 1984, les Gouverneurs ont examiné les possibilités de renforcement du SME et qu'il a présenté au nom du Comité un rapport intérimaire aux Ministres des Finances à la mi-septembre; il remercie le groupe d'experts et les Suppléants qui ont travaillé très activement sur ces possibilités durant des mois qui sont normalement plutôt calmes.

M. Godeaux remercie tout d'abord le Président d'avoir accepté d'élargir le mandat d'étude et les experts pour le rapport fouillé, précis et constructif qu'ils ont établi; il présente ensuite les remarques ci-après. Au cours de la réunion de Rambouillet, les Ministres des Finances et les Gouverneurs ont énoncé certains points sur lesquels des progrès devraient être recherchés en vue d'aboutir à un renforcement significatif et équilibré du SME au moyen notamment d'une extension de l'usage de l'Ecu. C'est donc à la lumière de cette volonté affirmée en mai et de ces deux critères, "significatif" et "équilibré", que les résultats atteints aujourd'hui doivent être jugés. Les Gouverneurs sont certes unanimes pour dire que le SME a fonctionné beaucoup mieux qu'il n'était prévu, par certains tout au moins. Le système a été un facteur important de convergence des politiques et n'a pas conduit, par le jeu de ses mécanismes, à ralentir l'effort d'ajustement des pays dans lesquels cet effort était particulièrement nécessaire (en Belgique, par exemple, il a contribué à l'adoption de mesures de redressement difficiles). En juillet, le lieu commun des volontés unanimes de progrès couvrait un ensemble se limitant à la possibilité pour des tiers détenteurs d'acquérir des Ecus, à l'introduction d'un mécanisme de mobilisation et à l'éventualité d'un relèvement de la rémunération de l'Ecu à un niveau dérivé de celui des taux du marché. Un tel ensemble est insuffisant. Il ne s'agit pas d'établir des facilités de crédit plus étendues et meilleur marché - pour qu'il n'y ait pas de doutes sur ses intentions, la Banque Nationale de Belgique poursuit sa politique de rachat des Ecus accumulés par certains partenaires - mais de réaliser un véritable progrès. Dans cet esprit, la Banque Nationale de Belgique a proposé diverses mesures:

- un relèvement, même symbolique, de la limite d'acceptation des Ecus dans les règlements; un tel relèvement serait d'autant plus symbolique que les interventions aux limites sont pratiquement en état d'abandon;
- la possibilité d'utiliser l'Ecu pour le règlement d'interventions intramarginales en monnaies communautaires;
- l'accès au financement à très court terme pour ces mêmes interventions.

En ce qui concerne les deux derniers points, il ne s'agirait pas d'introduire des règles automatiques qui se traduiraient en une obligation pour une banque centrale - la Deutsche Bundesbank étant évidemment la plus concernée du fait du rôle du deutsche mark - d'accepter des interventions intramarginales en sa monnaie. La proposition faite consisterait à établir une sorte de présomption positive.

Le Rapport No 54 est très clair sur les trois points et constate que le juste équilibre à trouver à leur égard est une tâche plus politique que technique.

Au total, les diverses propositions contenues dans le rapport des experts suscitent les commentaires suivants:

- la détention d'Ecus par des banques centrales extérieures au SME ne pose pas de problème d'équilibre entre candidats créanciers et candidats débiteurs mais sa signification, bien que certaine, risque d'être limitée par le nombre probablement faible de banques centrales intéressées;

- le mécanisme de mobilisation des Ecus semble assez bien équilibré puisqu'il peut être utilisé par les candidats débiteurs, pour une partie de leurs Ecus alloués, et par les créanciers pour leur position créditrice nette; il tend toutefois à faire de l'Ecu un actif de réserve de deuxième ou troisième ordre, étant donné qu'après avoir fait des swaps Ecus contre dollars on défait en quelque sorte l'opération pour retrouver des dollars;

- l'augmentation de la rémunération est une mesure qui pèse sans aucun doute sur les débiteurs; elle a une justification incontestable qui peut être importante mais dans une solution globale elle doit être assortie d'un élément rééquilibrateur ailleurs;

- le relèvement de la limite d'acceptation des Ecus, même modeste, aurait une valeur de symbole importante;

- le règlement en Ecus d'interventions intramarginales en monnaies communautaires et l'accès au financement à très court terme pour ces interventions relèveraient d'une présomption; celle-ci serait mise en jeu dans certaines limites de montant et d'écart entre les monnaies concernées et en respectant les exigences de contrôle monétaire qui peuvent exister chez la banque centrale dont la monnaie serait utilisée.

En conclusion, M. Godeaux constate qu'aucun Gouverneur n'est dans l'imédiate demande de changements car le SME fonctionne correctement. Toutefois, se contenter du petit paquet proposé comporterait le risque de refermer le dossier des améliorations possibles du système et d'empêcher tout autre progrès. Il est donc préférable que le mouvement entamé à Rambouillet et esquissé à Dromoland Castle soit poursuivi et déployé.

M. Duisenberg observe que le SME est plus important que l'Ecu qui n'est qu'un élément du système. Le renforcement du SME pourrait résulter de mesures dans des domaines autres que l'Ecu et pour lesquels les Ministres sont davantage responsables. Toutefois pour l'Ecu, qui relève des Gouverneurs, les experts et les Suppléants proposent un ensemble de mesures qui ne représente certainement pas les préférences primitives des diverses banques centrales mais qui est équilibré. Il serait très regrettable que les Gouverneurs ne puissent pas présenter, pour un domaine limité comme celui de l'Ecu, un ensemble équilibré, étant entendu qu'il appartiendra ensuite aux Ministres des Finances de s'accorder eux-mêmes sur un paquet d'autres mesures dans des domaines proches de ceux des banques centrales, de façon à aboutir à une amélioration plus complète du SME.

M. de la Genière est également favorable à l'ensemble de trois mesures et estime qu'il constitue un progrès limité dans le sens d'une meilleure acceptabilité de l'Ecu. En effet, la rémunération serait banalisée par rapport aux monnaies composant le panier Ecu et la mobilisation permettrait d'obtenir, à partir d'Ecus alloués ou accumulés, des moyens d'intervention. Ceux-ci seraient très naturellement le dollar, puisque le FECOM en détient, et aussi des monnaies communautaires. Sur ce point, le Rapport No 54 a complété de manière opportune les premières propositions faites tout en préservant la possibilité pour les banques centrales amenées à fournir leur monnaie de soulever des objections si l'intérêt fondamental de la politique monétaire est en cause. La Banque de France avait soutenu au départ d'autres mesures, comme l'amélioration du ratio de paiement mais, devant les difficultés et en vue de trouver un accord général, elle a accepté de s'associer à l'idée d'un mécanisme de mobilisation; elle avait également souhaité pouvoir inclure dans un paquet le règlement en Ecus et le recours

au financement à très court terme pour les interventions intramarginales en monnaies communautaires; toutefois, les positions sont apparues trop divergentes sur ces derniers points pour espérer trouver un accord, pour l'instant tout au moins.

M. de la Genière considère que si le consensus peut se réaliser sur le paquet des trois mesures, il faudrait le constater et l'arrêter aujourd'hui dans sa composition actuelle. Les Gouverneurs pourraient en outre dire clairement que les autres points ne sont pas définitivement écartés et pourront être repris ultérieurement.

M. Pöhl remercie le groupe d'experts pour le travail très réussi qu'il a fait même si à cause de la complexité du sujet la lecture du rapport No 54 est parfois difficile. L'ensemble de mesures qui est proposé ne constitue certainement qu'un compromis entre des préférences initiales variées mais il apparaît bien pensé et équilibré et les Gouverneurs pourraient l'adopter. Il est souhaitable aussi, après les réponses d'attente données précédemment aux Ministres des Finances, de ne pas temporiser davantage et d'éviter le danger d'être dessaisi de ces questions de gestion du SME. Bien sûr, l'objectif principal doit être d'améliorer la capacité opérationnelle du système plus que les seules conditions d'utilisation de l'Ecu. A cet égard, l'expérience a montré que l'instrument des interventions intramarginales s'est révélé plus utile qu'on pouvait le penser au début; il n'a pas empêché de prendre les mesures d'ajustement nécessaires et il a peut-être permis de limiter les dépenses de réserves. Ainsi les interventions en deutsche mark ont contribué, depuis plusieurs mois, à freiner le déclin de cette monnaie et ont agi aussi parfois sur le cours du dollar dans l'intérêt général du SME. C'est dans cet esprit positif que la Deutsche Bundesbank considère les interventions intramarginales en monnaies communautaires et elle estime que la mobilisation d'Ecus contre dollars et aussi contre monnaies du SME ne constitue qu'un premier pas dans une direction sur laquelle la réflexion peut être poursuivie.

Le principe d'une rémunération de l'Ecu conforme aux conditions du marché semble irréfutable et a même été reconnu par les Ministres des Finances en septembre en Irlande; il va de pair avec l'objectif d'une utilisation plus large de l'Ecu non seulement au sein du SME mais aussi à l'extérieur, avec l'extension à des tiers détenteurs pour lesquels le taux d'intérêt sera un élément important.

La Deutsche Bundesbank était prête à supprimer la limite d'acceptation de l'Ecu moyennant une protection contre le danger d'une accumulation d'Ecus sans limite. L'absence de consensus général sur ce point ne devrait pas empêcher toutefois que les Gouverneurs se mettent d'accord sur le paquet minimal qui est proposé. Il serait en outre très regrettable que la Banque d'Angleterre ne s'associe pas à cet accord, et notamment au mécanisme de mobilisation des Ecus, étant donné sa participation au mécanisme de création d'Ecus.

M. Ciampi remercie les experts pour le travail extrêmement utile accompli durant des derniers mois. Le mécanisme de mobilisation devrait accroître la liquidité des Ecus et renforcer la capacité du SME à assurer une bonne cohésion entre les participants; il est conçu pour faire face à des chocs imprévus sur le marché des changes et non pas comme un moyen de financement normal de la balance des paiements. De toute manière, comme l'expérience du SME le montre, son fonctionnement harmonieux dépendra beaucoup plus de la coopération entre les banques centrales que du nombre et du détail des règles établies. Le multiplicateur de 1,5 paraît approprié et pourrait être révisé dans un sens ou dans l'autre à la lumière de l'expérience. La rémunération de l'Ecu axé sur les conditions du marché et la possibilité de tiers détenteurs ne pourront qu'améliorer l'attrait et la qualité de l'Ecu. La Banca d'Italia est sensible aux arguments de M. Godeaux et elle avait fait elle-même, dans le passé, des propositions semblables. Bien que d'une manière limitée et temporaire, le mécanisme de mobilisation répond cependant aux soucis belges en permettant l'utilisation de monnaies communautaires pour des interventions intramarginales. En outre, comme MM. de la Genière et Pöhl l'ont dit, cette question des interventions intramarginales pourrait être reprise ultérieurement. En conclusion, M. Ciampi se déclare en faveur d'un accord sur le paquet à trois éléments, qui ensemble représentent un progrès significatif pour le SME.

M. Loehnis indique, en réponse à la question de M. Pöhl, qu'il peut confirmer que la Banque d'Angleterre appuie sur le plan du principe le mécanisme de mobilisation mais doit réserver sa position quant à sa participation. Il ajoute qu'aussi longtemps que la livre sterling ne sera pas dans le mécanisme de change, la Banque d'Angleterre ne pourra pas accumuler d'Ecus et ne pourra donc mobiliser qu'une partie de ses Ecus

alloués alors qu'elle devrait prendre l'engagement de faire face à toutes les demandes de mobilisation de partenaires. Quoiqu'il en soit, le choix fondamental en cette matière relève du Trésor étant donné qu'il est propriétaire des réserves et la décision pourrait être prise avant la session du Conseil Ecofin.

M. Russo rappelle qu'en septembre M. Ortoli a souligné qu'en dépit de son bon fonctionnement le SME est fragile et qu'une confirmation de la confiance dans le système n'est pas seulement opportune mais nécessaire. Une telle confirmation semble possible sur la base des trois mesures proposées et un accord sur cet ensemble limité ne préjuge pas l'avenir et n'empêcherait pas de prendre plus tard des choix politiques dans d'autres domaines comme celui des interventions intramarginales.

M. Chalikias est sensible aux réserves exprimées par M. Godeaux sur la faiblesse des changements proposés notamment en ce qui concerne l'amélioration de l'utilisation de l'Ecu comme moyen de règlement. Toutefois, l'absence d'un accord sur des mesures plus ambitieuses ne devrait pas faire exclure un consensus sur le paquet à trois éléments qui représentent des améliorations ponctuelles mais appréciables des conditions d'utilisation de l'Ecu.

M. Hoffmeyer est favorable au compromis que représente le paquet à trois éléments. Il rappelle que les interventions intramarginales en monnaies communautaires sont discutées depuis de nombreuses années, bien avant le SME, et que certaines attitudes négatives, par exemple du côté allemand, ont sensiblement évolué et sont devenues souples et propices à des actions utiles et appropriées. Le mécanisme de mobilisation ne constitue qu'un petit pas dans le domaine des interventions intramarginales mais il n'exclut pas que d'autres soient faits, plus tard, dans le climat de compréhension et de coopération qui caractérise désormais ce domaine.

M. Jaans estime que les trois mesures proposées améliorent le statut de l'Ecu comme actif de réserve mais pas son statut en tant que moyen de règlement direct. Sur ce dernier point, donc, il n'y a pas de progrès, pas plus d'ailleurs que sur le rétrécissement de la marge élargie de la lire et sur la participation de la livre sterling au mécanisme de change. Tout en constatant ces carences, il conviendrait d'aller de l'avant avec les trois mesures suggérées afin notamment d'éviter que les Gouverneurs ne soient dessaisis de ce dossier.

Le Président constate que le paquet composé de trois éléments est évalué de manière positive à une réserve près pour l'instant. En outre, l'opportunité de conclure et de faire état de progrès plutôt que de céder l'initiative aux Ministres a été soulignée. M. Godeaux n'a pas jugé le paquet inacceptable mais estime qu'il y a un danger, en l'adoptant, de considérer le dossier fermé; il souhaiterait donc obtenir des assurances que sur les questions restantes des initiatives soient possibles à l'avenir et soient effectivement prises. En fait, il y a eu sur ces questions des manifestations de bonne volonté qui pourraient peut-être permettre de surmonter les réserves et de présenter le paquet à trois éléments en soulignant que pour les interventions intramarginales en monnaies communautaires la pratique qui s'est développée est plus importante que les règles et qu'elle pourrait être encore améliorée.

M. Godeaux reconnaît qu'à la lumière des deux critères "significatifs" et "équilibrés", deux propositions sont acceptables: la détention d'Ecus par des tiers est équilibrée et comporte une signification limitée mais non négligeable; de même, malgré le risque d'une symbolique négative - à savoir, la constatation que l'Ecu n'est pas un moyen d'interventions - le mécanisme de mobilisation fournirait des possibilités réelles et un équilibre entre débiteurs et créanciers. En revanche, si l'augmentation de la rémunération de l'Ecu est sur le principe incontestable, elle se traduirait par une charge supplémentaire sur la seule Banque Nationale de Belgique. Il est donc naturel que celle-ci veuille faire un meilleur usage d'une concession dans ce domaine et préfère maintenir le dossier ouvert sur l'ensemble des mesures en discussion.

M. Duisenberg considère qu'il existe un lien étroit entre les trois éléments du paquet, par exemple entre la rémunération et la détention d'Ecus par des tiers que l'on imagine mal si le taux d'intérêt reste déconnecté de celui du marché. Toutefois, en présentant l'accord des Gouverneurs sur les trois éléments, on pourrait reconnaître formellement qu'une banque centrale se réserve le droit de reprendre les discussions sur d'autres points, en particulier, les interventions intramarginales en monnaies communautaires.

M. Pöhl fait observer à M. Godeaux que si la Banque Nationale de Belgique paierait un taux supérieur dans le cadre de la nouvelle formule de rémunération de l'Ecu, la Deutsche Bundesbank a renoncé depuis le début du SME à des montants importants (de 80 à 100 millions de deutsche marks par an) du fait du taux d'intérêt privilégié en vigueur. Une rémunération de l'Ecu aux conditions du marché est donc nécessaire pour rendre cet instrument plus attrayant non seulement pour les banques centrales de la CEE (y compris celles en dehors du mécanisme de change) mais aussi pour les éventuels tiers détenteurs.

M. Pöhl suggère donc de retenir le paquet à trois éléments étant entendu qu'on ne fermerait pas le dossier sur les autres améliorations possibles, et notamment les interventions intramarginales en monnaies communautaires pour lesquelles la pratique a évolué positivement au cours des dernières années.

Le Président prend note de l'attitude positive de la Deutsche Bundesbank et suggère de prendre date explicitement pour revenir sur ces questions dans le courant de 1985.

M. Pöhl préfère ne pas fixer de rendez-vous précis; les Gouverneurs sont libres de se saisir à nouveau des questions en fonction des besoins et de l'expérience et ils le feront très certainement si l'Ecu circule davantage parce que devenu plus attrayant. En revanche, il serait difficile de relancer tout un mouvement et une dynamique si aucun accord n'est réalisé aujourd'hui.

M. de la Genière fait observer qu'aucun Gouverneur n'est contraint de faire un pas en avant, c'est-à-dire d'accepter un mécanisme de mobilisation ou un ajustement de la rémunération de l'Ecu aux conditions du marché. Avec des positions de départ variées, chacun a fait le pas qu'il croyait pouvoir faire et il semble difficile pour le moment de trouver un consensus excluant la rémunération. Il est clair d'autre part que les Gouverneurs n'ont pas de moyens de pression entre eux et qu'ils ne cherchent à en exercer. Pour sa part, la Banque de France reconnaît que le paquet ne représente pas un

très grand progrès; elle souhaite néanmoins qu'on constate l'accord sur les trois points du paquet et elle est tout à fait prête à reprendre plus tard, peut-être dans les mois à venir, les questions du ratio de paiement en Ecus et du règlement et du financement des interventions intramarginales en monnaies communautaires.

Le Président espère que M. Godeaux pourra se rallier à la position exposée par M. de la Genière et qu'il sera également sensible aux propos de M. Pöhl sur l'attitude positive à l'égard des interventions intramarginales en monnaies communautaires et sur le fait que leur utilisation croissante fera garder cette question à l'esprit des Gouverneurs.

M. Godeaux reconnaît qu'il existe un lien entre les trois points du paquet et qu'en particulier il serait difficile de convaincre des tiers détenteurs à acquérir un actif, l'Ecu, qui n'aurait pas une rémunération comparable à celle des autres actifs. Le problème fondamental n'est toutefois pas là; il s'agit de trouver les conditions dans lesquelles le SME peut faire un progrès réel et d'apprécier les situations tactiques, par exemple, l'absence d'un accord des Gouverneurs aura-t-elle, aux yeux des Ministres et des opinions publiques, la signification d'un échec? C'est évidemment une question de jugement mais il semble que la poursuite de l'étude du dossier ne peut pas être interprétée comme un échec car il n'y a pas d'obligation de conclure aujourd'hui ou en décembre. Il est clair, en revanche, que les Gouverneurs doivent conserver la compétence dans cette affaire même si certains aspects peuvent concerner directement les Ministres des Finances, par exemple l'augmentation de la rémunération de l'Ecu diminuerait le bénéfice de la Banque Nationale de Belgique qui est versé en totalité au Trésor. Si toutefois, un pas immédiat apparaît absolument nécessaire au Comité, une clause de "grand fathering" pourrait peut-être être envisagée, c'est-à-dire que la nouvelle rémunération de l'Ecu s'appliquerait aux futures accumulations, celles du passé étant réservées.

M. Duisenberg indique que la clause d'antériorité ou de "grand fathering" suggérée par M. Godeaux aurait l'inconvénient de créer deux catégories d'Ecus dans les bilans des banques centrales. Un résultat identique pourrait être obtenu en prévoyant une période de transition de six mois ou un an pour l'application de la nouvelle formule de rémunération

M. Pöhl est également prêt à accepter des compromis mais il considère que la suggestion de M. Godeaux ou celle de M. Duisenberg ne sont pas dignes d'être discutées (le montant en cause ne serait que d'environ 10 millions d'Ecus pour un an). Les Gouverneurs devraient soit adopter aujourd'hui le paquet tel qu'il est proposé, soit reprendre le débat le 11 décembre mais il faudra alors dire aux Ministres le 10 décembre que les Gouverneurs n'ont pas réussi à se mettre d'accord sur des questions somme toute subsidiaires.

Le Président souligne qu'effectivement la séance du Comité en décembre aura lieu juste après celle des Ministres des Finances. Par conséquent, s'il n'y a pas d'accord aujourd'hui, le Président du Comité ne pourra faire qu'un rapport de carence et se limiter à dire que les questions restent à l'étude. Un tel rapport serait très négatif et ne ferait pas justice aux efforts et travaux considérables qui ont été entrepris depuis septembre. En outre, même s'il n'y a pas de risque de dessaisissement des Gouverneurs au sens technique, puisque l'étude de ces questions leur appartient, il existe un risque politique que les Ministres rendent les Gouverneurs responsables de l'absence de progrès.

M. Godeaux confirme sa préférence pour un renvoi ou une poursuite de l'étude des questions. Il ajoute que la rémunération n'est pas le problème principal, la position débitrice nette en Ecus de la Banque Nationale de Belgique a d'ailleurs été ramenée d'un sommet de près de 3 milliards à moins de 1,2 milliard d'Ecus le 12 novembre 1984. La préoccupation essentielle est en fait d'aboutir à des progrès significatifs et équilibrés qui concernent également d'autres domaines que l'Ecu officiel sur lesquels le Comité monétaire va se pencher à nouveau prochainement.

En réponse à des remarques du Président et de M. Russo sur la possibilité d'une évolution de la position de la Banque Nationale de Belgique, dans quelques jours ou à la lumière de la réunion du Comité monétaire du 20 novembre, M. Godeaux précise que les questions en discussion sur l'Ecu officiel sont de la compétence des Gouverneurs et pas des Ministres des Finances; sans exclure des progrès au Comité monétaire il lui paraît peu probable qu'ils soient suffisants pour changer de position.

Le Président conclut la discussion en indiquant qu'il diffusera aux Gouverneurs un projet de rapport oral destiné aux Ministres des Finances. Ce rapport devrait être aussi positif que possible; il fera l'objet de la procédure écrite habituelle d'approbation étant entendu qu'il serait changé si des éléments nouveaux importants apparaissaient après sa mise au point.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Statistiques de la BRI sur les créances et les engagements des banques en Ecus privés

M. Lamfalussy informe le Comité que la BRI reçoit depuis plusieurs mois des banques centrales, et plus exactement des banques déclarantes, des informations plus ou moins précises sur les créances et les engagements des banques en Ecus. Deux tableaux distribués en séance aux Gouverneurs donnent les résultats à fin décembre 1983, fin mars et fin juin 1984. Ces tableaux appellent trois remarques préliminaires:

- ils doivent être considérés comme absolument confidentiels,
- ils sont différents de ceux qui ont été remis aux Suppléants le lundi 12 novembre par suite de corrections,
- ils doivent être utilisés avec prudence comme moyen opérationnel vu que les statistiques contiennent des éléments d'estimation et ne sont donc pas d'une certitude absolue.

Quatre faits principaux ressortent de ces tableaux:

- la croissance extrêmement rapide du marché de l'Ecu, le chiffre des créances des banques a augmenté d'environ 80% en six mois à taux de change fixe;
- la dimension globale du marché qui, plus importante en termes de créances que d'engagements, situe ce marché en cinquième position après l'euro-dollar, l'euro-deutsche mark, l'euro-franc suisse et l'euro-yen;
- la part prépondérante des activités interbancaires ce qui est habituel dans l'euro-marché;
- le rôle essentiel des crédits dans l'activité vis-à-vis des non-banques.

M. Lamfalussy ajoute que la BRI continuera à suivre ce marché de l'Ecu et qu'il espère présenter un rapport un peu plus intéressant et plus complet dans quelques mois.

Comité ad hoc sur les questions institutionnelles

Le Président informe les Gouverneurs que ce Comité, présidé par M. Dooge, l'a approché, ainsi que le Président du Comité monétaire, en vue d'entendre ces deux Présidents sur le SME et les questions d'intégration monétaire. Cette première démarche n'a pas eu de suite jusqu'à présent; si elle devait être confirmée officiellement ultérieurement, les Gouverneurs seraient consultés pour permettre au Président du Comité de présenter une vue collective à ce Comité "Dooge".

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle le mardi 11 décembre 1984 à 10 heures.

---

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

---

SEPTEMBRE ET OCTOBRE 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 les mois de septembre et d'octobre et les premiers jours de novembre 1984.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En septembre et octobre, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- fortes fluctuations du dollar EU qui ont porté celui-ci à de nouveaux niveaux records et qui se soldent par une hausse particulièrement significative vis-à-vis de la plupart des monnaies européennes,
- élargissement de la bande de fluctuation étroite au sein du SME mais maintien de la stabilité,
- repli de la livre sterling, de la drachme et de la couronne norvégienne par rapport aux monnaies du SME,
- fléchissement modéré du yen et du dollar canadien à l'égard du dollar EU.

En septembre et octobre, le dollar EU s'est apprécié d'environ 5% au total par rapport aux monnaies européennes et de 1,5% à l'égard du

---

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

yen et du dollar canadien. A la mi-septembre et à nouveau à la mi-octobre, le dollar a enregistré des pointes qui, dans plusieurs cas, ont représenté de nouveaux records. Ses fluctuations à court terme vis-à-vis des monnaies européennes ont été plus fortes que d'habitude et ont parfois dépassé 2% d'un jour à l'autre. Le dollar s'est raffermi de manière régulière jusqu'à la mi-septembre, le marché constatant la poursuite de la croissance aux Etats-Unis et la persistance d'un faible niveau d'inflation. L'attente de la réélection du Président Reagan a également influencé favorablement l'opinion. En outre, le marché a interprété les clauses de conversion monétaire stipulées dans l'accord sur l'endettement du Mexique comme une source possible de demande de dollars. Même lorsque les taux d'intérêt aux Etats-Unis se sont inscrits en baisse, on a constaté une forte demande de dollars destinés à l'investissement et à des transactions commerciales. Par la suite, le dollar a fluctué irrégulièrement à la baisse sous l'effet de ventes inattendues de dollars par les banques centrales, et en particulier par la Deutsche Bundesbank. Pour leur part, les autorités monétaires américaines ont effectué quelques achats de deutsche marks en septembre et en octobre à des moments de hausse du dollar. Durant les deux dernières semaines d'octobre, le recul accéléré des taux d'intérêt aux Etats-Unis a été la principale cause de la baisse du dollar.

Le calme a continué de régner au sein du SME, la largeur de la bande de fluctuation étroite s'est toutefois élargie de 0,7%, en raison principalement du raffermissement de la couronne danoise. Le deutsche mark, le franc français et le florin sont restés proches de leurs parités bilatérales. Comme ce fut déjà le cas au cours des mois précédents, le mark allemand a bénéficié d'interventions intramarginales substantielles d'autres membres du système.

Rappelons en outre que, le 17 septembre, la composition de l'Ecu a été révisée en vertu de la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978 et la drachme grecque a été incluse dans le panier.

Le cours du mark allemand s'est déprécié vis-à-vis du dollar, en dépit d'une réduction du différentiel d'intérêt. A la mi-septembre, le dollar a atteint son plus haut niveau depuis janvier 1973. En outre, les fluctuations quotidiennes ont été de plus en plus prononcées. Placée devant une telle situation, la Bundesbank a décidé de contrecarrer cette orientation unilatérale à la hausse par des ventes de dollars. A partir de ce moment, la menace d'une surévaluation a cédé la place à une évolution plus modérée et, par la suite,

malgré de larges fluctuations, le cours est resté aux environs de dollar 1/DM 3. En général, le mark a peu varié vis-à-vis des monnaies du SME, à l'exception de la couronne danoise, à l'égard de laquelle il a baissé de 0,8%.

Grâce à un équilibre favorable des transactions commerciales, le franc français a fait preuve d'un comportement satisfaisant, malgré quelques dégagements de non-résidents effectués occasionnellement, notamment lors de la révision de la composition de l'Ecu. Ces bonnes dispositions d'ensemble ont permis une détente sensible des taux d'intérêt intérieurs, tendance qui s'est partiellement répercutée sur ceux de l'euro-franc.

Durant la première quinzaine de septembre, le franc belge est resté ferme, ce qui a permis à la Banque Nationale d'effectuer quelques achats de devises. Par la suite, le franc s'est replié dans un mouvement lent mais quasi continu. Il s'est quelque peu stabilisé en fin de période. A deux mois d'intervalle, sa décote vis-à-vis de la monnaie la plus forte dans le bande de fluctuation étroite s'est élargie de 0,7% à 1,2%.

La position du florin néerlandais dans la moitié supérieure de la bande du SME n'a guère varié et n'a pas été affectée par la baisse des taux d'intérêt en florins durant la seconde quinzaine d'octobre.

La couronne danoise s'est appréciée en septembre et a été la monnaie la plus forte au sein de la bande étroite pendant la plus grande partie du mois d'octobre, par suite principalement de l'intensification des importations de capitaux privés.

La livre irlandaise s'est raffermie dans la bande du SME en septembre; en octobre, en revanche, elle s'est légèrement repliée, par suite de la relative faiblesse de la livre sterling; des interventions de soutien modérées ont été effectuées par la Central Bank of Ireland.

Durant les deux mois considérés, la lire italienne s'est maintenue, en dépit de quelques fluctuations, au-dessus des monnaies situées dans la bande de fluctuation étroite. Dans l'ensemble et principalement durant la seconde quinzaine d'octobre, la monnaie italienne s'est dépréciée à l'égard des autres monnaies européennes.

La livre sterling a quelquefois été soumise à des pressions et s'est fortement affaiblie au cours de la période sous revue. Cette faiblesse a été attribuable en partie à la vigueur du dollar (spécialement en septembre) et aux préoccupations des opérateurs du marché aux sujet des répercussions de la durée de la grève des mineurs sur l'économie britannique; en outre, l'abaissement

des prix du pétrole au milieu du mois d'octobre a provoqué des ventes massives et un fléchissement de l'indice pondéré du sterling, qui est tombé à un minimum historique. Par suite de la conclusion de l'accord au sein de l'OPEP sur une réduction de la production destinée à soutenir les prix du pétrole, la livre a regagné un peu de terrain. Son indice pondéré a fléchi de 78,1 à 74,9, après s'être situé à 74,0 le 19 octobre.

Le drachme grecque s'est affaiblie de 6,9% par rapport au dollar EU et de 1,9% vis-à-vis de l'Ecu. Son taux de change effectif a diminué de 3,9%. En liaison avec l'inclusion de la drachme dans le panier de l'Ecu en septembre, un marché des changes a terme a été ouvert à Athènes.

Le dollar s'est encore apprécié par rapport au franc suisse et a atteint, à la mi-octobre, son niveau le plus haut depuis mars 1976. Par suite des pressions à la hausse des taux d'intérêt sur les marchés monétaire et financier, la monnaie suisse s'est raffermie à l'égard des monnaies européennes et son cours pondéré s'est situé, en fin de mois, 1% au-dessus de son niveau de fin août.

Le dollar canadien a subi une forte baisse dans les premiers jours de septembre. Par la suite, il est demeuré relativement stable aux environs de dollar EU 0,76. Vers la mi-octobre, des pressions à la baisse se sont manifestées à nouveau, mais le taux de change s'est rapidement rétabli à son niveau antérieur vis-à-vis du dollar EU. Durant ces deux mois, le dollar canadien s'est ressenti de l'avance, et tout récemment du recul du dollar EU, mais il a bénéficié de l'élargissement marqué des différentiels de taux d'intérêt à court terme entre le Canada et les Etats-Unis, lié au fléchissement plus rapide des taux aux Etats-Unis qu'au Canada. Pour l'ensemble de la période, le dollar canadien a enregistré une baisse de 1,4% contre le dollar EU, tout en s'affermissant vis-à-vis des autres principales monnaies.

Durant les trois premières semaines de septembre, la valeur effective de la couronne norvégienne est demeurée stable, aux alentours de 99,8. Le 21 septembre, la Norges Bank, en accord avec le Ministère des Finances, a fait savoir que la valeur effective de la couronne allait être maintenue à environ 2% au-dessous du niveau antérieur. Cette mesure visait à renforcer la position concurrentielle de la Norvège sur les marchés européens. Au cours des six semaines suivantes, l'indice effectif s'est situé entre 101,7 et 102.

Pendant la majeure partie de septembre et d'octobre, la couronne suédoise est demeurée ferme et stable, son indice se situant autour du niveau

de 129,7. Quelques achats de dollars EU ont été effectués au cours de la période sous revue. Vers la fin d'octobre, l'indice est monté à 129,9 et l'on enregistrait en même temps de faibles sorties de capitaux.

Le yen japonais a fléchi de 1,6% par rapport au dollar EU et, à la mi-octobre, celui-ci a dépassé le cours de yen 250 pour la première fois depuis 23 mois. Ce fléchissement a été dû principalement à d'importantes sorties de capitaux, attirés par la perspective d'une nouvelle hausse des cours des obligations en dollars EU. En revanche, le yen s'est apprécié de 3,5% par rapport aux grandes monnaies européennes, atteignant de nouveaux records.

## II. INTERVENTIONS

### a) Interventions en dollars EU

En septembre, les ventes nettes de dollars des banques centrales se sont élevées à \$EU 2,9 milliards contre des achats nets de \$EU 0,6 milliard en août. Le chiffre net de septembre se décompose en \$EU 1,6 milliard d'achats bruts et \$EU 4,5 milliards de ventes brutes. Les principaux vendeurs nets de dollars ont été la Deutsche Bundesbank, la Banque de France, la Banque du Canada et la Banca d'Italia. La Federal Reserve Bank a été également vendeur net de dollars. Les plus gros acheteurs nets ont été la Norges Bank, la Sveriges Riksbank et la Bank of England.

En octobre, les achats nets de dollars se sont limités à \$EU 0,2 milliard, se décomposant en \$EU 1,6 milliard d'achats bruts et \$EU 1,4 milliard de ventes brutes. Les principaux acheteurs nets de dollars ont été la Norges Bank, la Bank of England et la Banca d'Italia. Le principal vendeur net a été la Deutsche Bundesbank et quelques ventes ont aussi été faites par la Federal Reserve Bank. La Banque du Canada est intervenue aussi bien à la vente qu'à l'achat pour des montants importants.

### b) Interventions en monnaies européennes

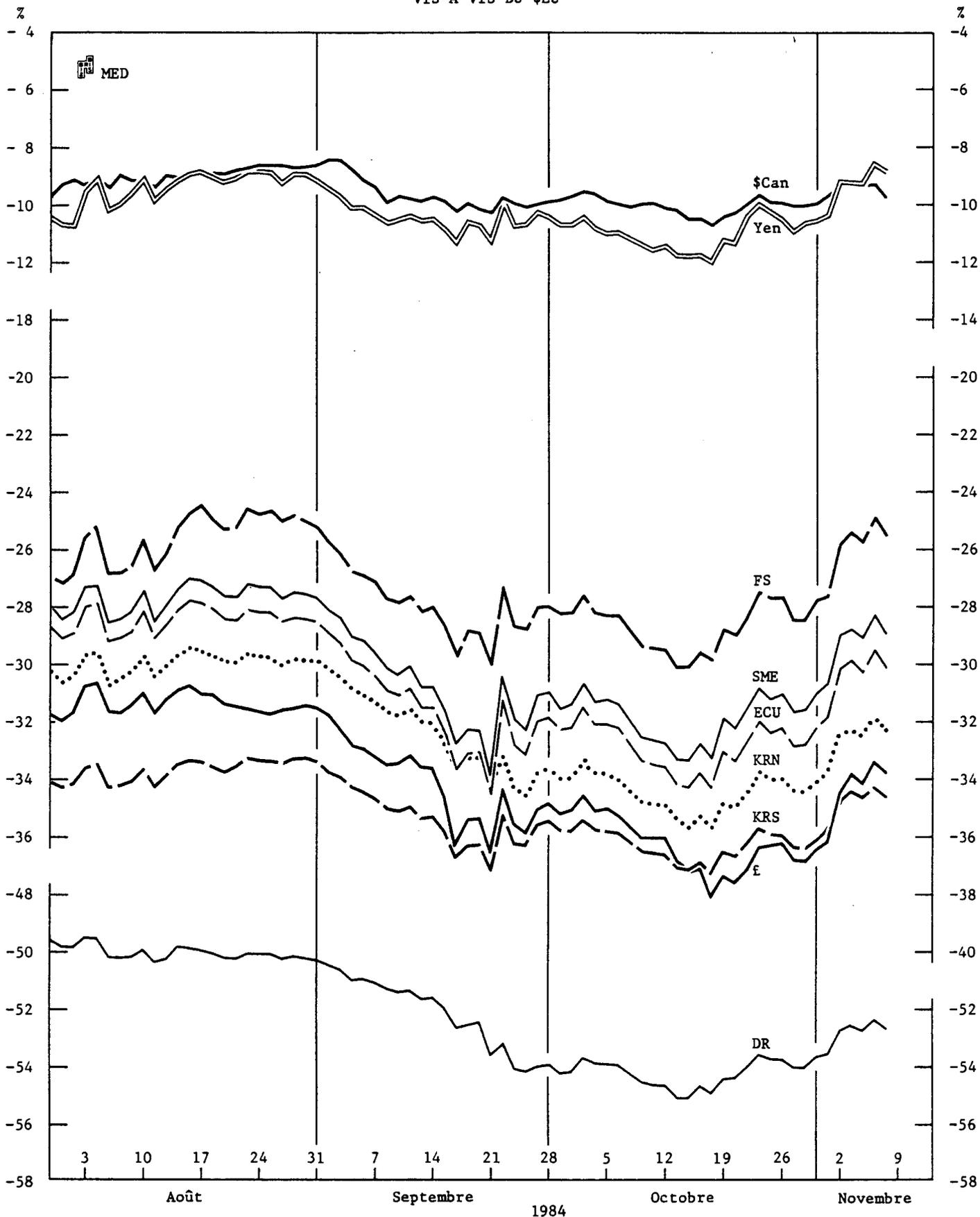
Les interventions brutes en monnaies communautaires ont atteint au total l'équivalent de \$EU 1,5 milliard en septembre, mais se sont limitées à \$EU 0,4 milliard en octobre contre \$EU 1,4 milliard en août. Elles ont consisté principalement en achats intramarginaux de deutsche marks, effectués pour

une grosse part par la Banque de France et dans une mesure moindre par la Danmarks Nationalbank, la Banca d'Italia et la Banque Nationale de Belgique.

### III. PREMIERS JOURS DE NOVEMBRE

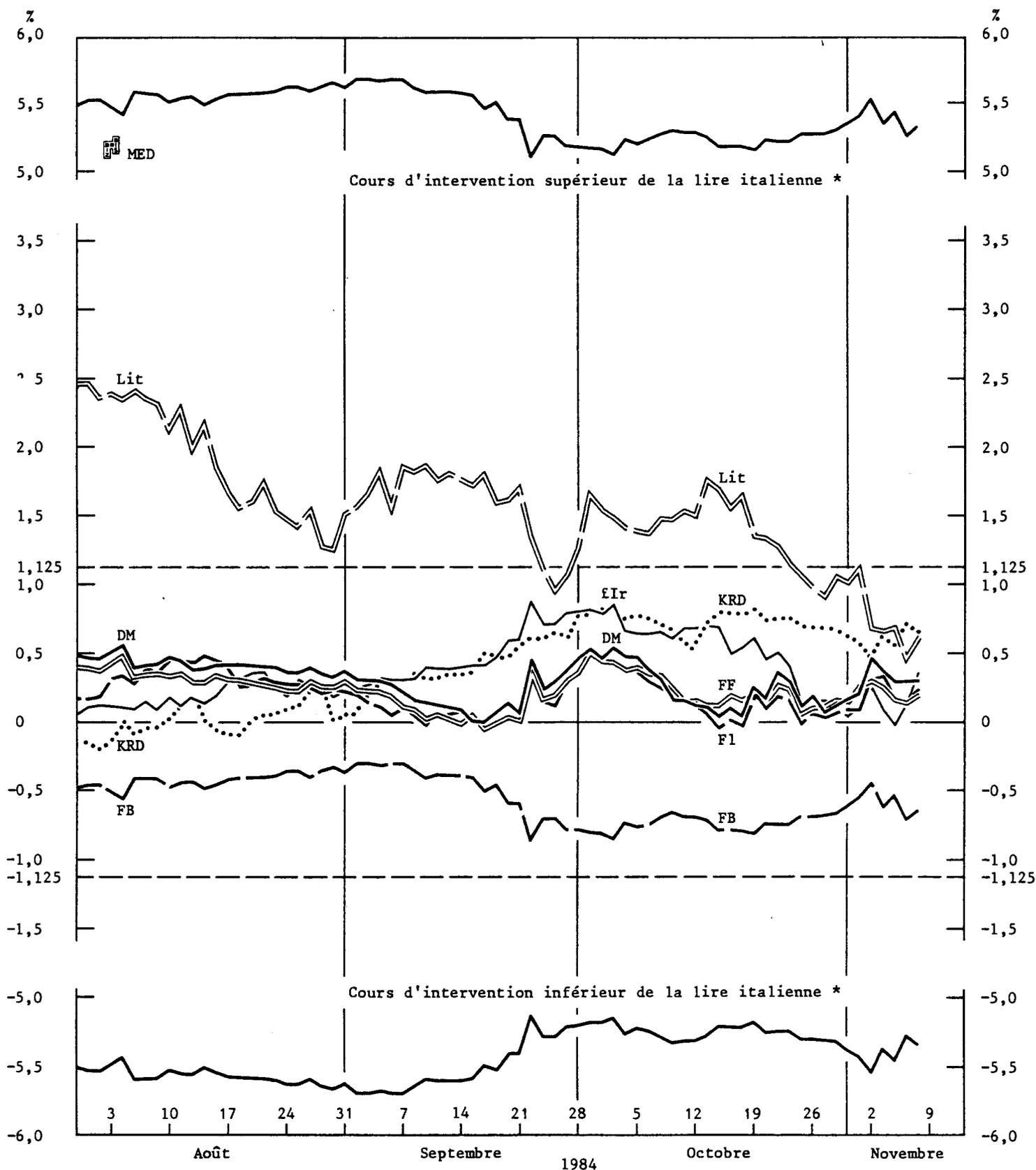
Le dollar EU s'est inscrit en baisse sur la plupart des places, en liaison avec la poursuite de la détente du loyer de l'argent aux Etats-Unis et le sentiment que les autorités monétaires ont adopté une politique de crédit plus accommodante. Le calme a continué de régner au sein du système monétaire européen qui n'a enregistré que des changements limités dans les positions relatives des monnaies. En dépit de la baisse du taux de base des banques britanniques, la livre sterling s'est nettement raffermie. Son indice pondéré a progressé de 74,9 à 76,1.

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.

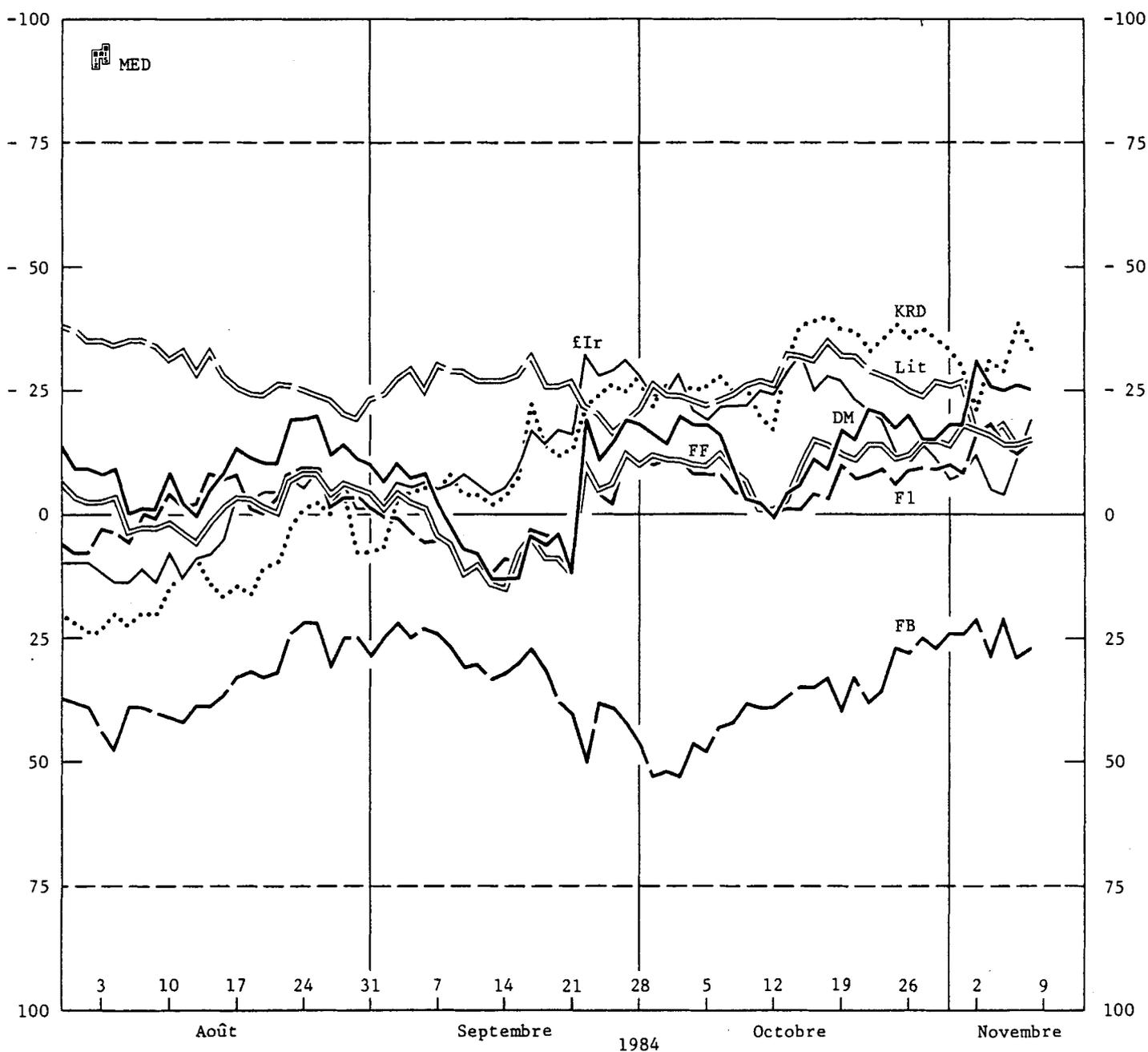
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

8 novembre 1984

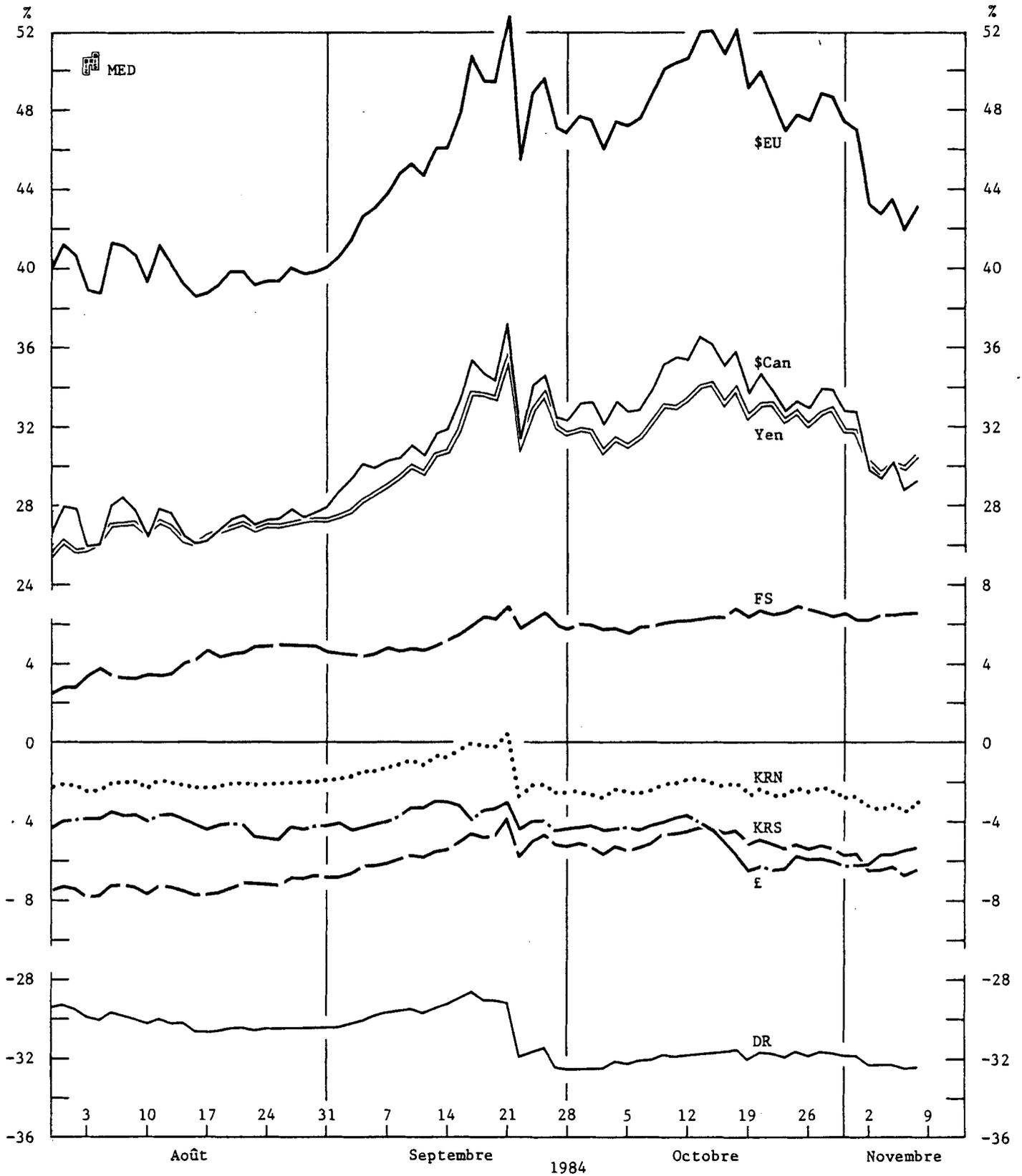
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



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

8 novembre 1984

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



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

8 novembre 1984