

PROCES-VERBAL\*  
DE LA 203e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 11 FEVRIER 1986 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Président de la Bank of England et Président du Comité, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; 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 et Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Zarifopoulos; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Sanchez-Pedreño et Feito; le Gouverneur de la Banque de France, M. Camdessus, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par M. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Masera; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Brockmeijer; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Ribeiro Constâncio, accompagné par MM. Azeredo Vaz Pinto et Saldanha do Valle; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Russo, Mingasson et Vignon; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. 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 Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 202e 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 202e séance.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du Comité du 11 mars 1986, 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 1986;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques.

M. Dalgaard commente le rapport annexé au procès-verbal et souligne, en particulier, les quelques éléments suivants:

- pour la première fois, le rapport prend en compte l'évolution de la peseta espagnole et de l'escudo portugais, et les tableaux contiennent les chiffres d'interventions des deux banques centrales intéressées;
- les ventes nettes de dollars ont été relativement modestes (\$1,6 milliard) mais celles de deutsche marks ont été beaucoup plus importantes (\$3,6 milliards);
- les tensions ont continué dans le SME; trois monnaies ont varié sensiblement dans la bande, la lire italienne qui s'est un peu renforcée et surtout la livre irlandaise et la couronne danoise qui se sont nettement affaiblies; les quatre autres monnaies, à savoir le deutsche mark, le florin, le franc français et le franc belge ont maintenu leur position dans la bande; pour les deux dernières monnaies, des interventions de soutien parfois importantes ont été nécessaires et les taux d'intérêt sur l'euromarché ont augmenté fortement;
- la livre sterling a baissé régulièrement en liaison avec la chute du prix du pétrole et malgré un relèvement d'un point du "base rate" au début de janvier.

M. Ciampi indique qu'en Italie, en liaison avec les rumeurs de réaligement, les opérateurs ont eu tendance à convertir leurs dettes bancaires en devises étrangères en crédits en liras. Il en est résulté des mouvements considérables dans la balance des paiements en termes de règlements, et des pertes de devises de 7 à 8 milliards de dollars en cinq mois avec une concentration des sorties massives en décembre et durant les premières

semaines de janvier. Etant donné que le niveau de la lire dans le SME est jugé approprié, vu notamment les données fondamentales et le compte courant externe, la Banca d'Italia est intervenue massivement pour stabiliser sa monnaie. Une action plus vigoureuse a toutefois été nécessaire et, à la mi-janvier, le gouvernement et la Banca d'Italia ont pris des mesures visant à freiner le termaillage et à arrêter les conversions de dettes en devises en crédits en liras. En outre, le rendement des bons du Trésor a été relevé, surtout dans le compartiment court. Ces mesures répondaient à des circonstances anormales; elles sont de nature temporaire et ne représentent pas un revirement par rapport à l'objectif qui reste la libéralisation progressive des réglementations de change et le recours accru aux instruments de régulation indirecte du crédit. Ces mesures ont eu des effets notables car la lire s'est redressée et des réserves ont pu être récupérées malgré la continuation du déclin du dollar.

M. Hoffmeyer se réfère à ce qu'a dit M. Dalgaard sur la conviction qu'aurait le marché quant au résultat favorable du référendum danois sur les amendements au Traité de Rome; il indique que beaucoup dépendra de la sagesse des citoyens danois et aussi de ce que diront les hommes politiques pour rapporter les opinions intimes.

M. Ó Cofaigh indique que, pour faire face aux fortes pressions sur la livre irlandaise - qui ont nécessité d'importantes interventions - de nouvelles mesures ont été prises en février en plus de celles introduites en janvier. Ainsi, le taux d'intérêt a été relevé de 2 points au début de février, après un relèvement de 1 1/2 point en janvier; les "free market arrangements" avec les banques commerciales ont été suspendus, ce qui a forcé celles-ci à augmenter leur prime rate de 3 points; les banques commerciales ont été invitées à relever sensiblement les taux servis sur les dépôts des gros clients. Certaines de ces mesures complètent la limite imposée aux opérations à terme en devises pratiquées par les banques et entraînent donc un net renchérissement des couvertures à terme. Même s'il est trop tôt pour évaluer l'efficacité des mesures prises, les premiers signes sont encourageants, en particulier le volume d'intervention a été nettement inférieur durant les premiers jours de février à ce qu'il était précédemment.

Le Président indique que l'augmentation du "base rate" au Royaume-Uni au début de janvier constitue la réponse des autorités à la situation économique et monétaire interne et une anticipation des effets sur la livre

sterling de la chute des prix du pétrole. Toutefois, les autorités veulent résister autant que possible à une nouvelle hausse des taux d'intérêt; elles estiment en effet que ceux-ci sont déjà exceptionnellement élevés et que les tensions devraient plutôt être traitées en laissant fléchir le taux de change. La vigilance reste cependant de mise notamment dans le cadre de la lutte contre l'inflation. Jusqu'à présent, la dépréciation de la livre sterling a été acceptable et les interventions sur le marché des changes n'ont pas été importantes.

Le Président conclut la discussion en constatant que le rapport est approuvé par le Comité, rapport qui sera envoyé comme d'habitude aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

### III. Echange de vues sur l'évolution du dollar EU et ses implications pour le SME

Le Président propose d'entendre tout d'abord M. Bockelmann et de demander ensuite à M. Loehnis de présenter les remarques des Suppléants.

#### A. Exposé de M. Bockelmann

Depuis trois ans, les taux de change nominaux au sein du SME ont été stables à un degré qui n'a jamais été observé jusque-là. Pendant longtemps, cette situation a été attribuée à la faiblesse du deutsche mark vis-à-vis du dollar qui, disait-on, se manifestait également dans le SME, permettant une plus facile cohésion des monnaies participantes. Une telle explication semble confirmée par le fait que certaines tensions ont commencé à réapparaître dans le système peu après le début du déclin du dollar à l'égard du deutsche mark. Ainsi qu'il sera expliqué plus tard, cette stabilité des taux de change aurait été inconcevable sans un degré élevé de convergence à l'intérieur du SME.

Parmi les 12 tableaux et graphiques distribués (cf. annexe), le graphique 1 montre l'évolution du dollar depuis le début de 1985 vis-à-vis de ses deux principales monnaies rivales, le deutsche mark et le yen; après le niveau record atteint fin février 1985, le dollar a fléchi plus ou moins rapidement, sauf en août-septembre 1985 où il s'est redressé mais pour reculer plus fortement après l'accord du Groupe des Cinq; début février 1986, il était à un niveau le plus bas depuis longtemps à l'égard du deutsche mark, du yen et du franc suisse. En termes effectifs, la dépréciation du dollar a été plus

faible du fait de la baisse du dollar canadien et de l'importance de cette monnaie dans le commerce des Etats-Unis. On peut dire, au total, que la dépréciation "contrôlée" du dollar s'est faite de manière ordonnée sans qu'il y ait eu de signes d'une érosion brutale de la confiance dans cette monnaie. Cette évolution doit être attribuée en partie aux politiques monétaires menées dans les trois pays principaux, évitant de donner des signaux erronés aux marchés des changes. Aux Etats-Unis, le taux des "Federal Funds" a été relevé et la réduction, attendue depuis longtemps, du taux d'escompte ne s'est pas réalisée. Plus généralement, les écarts entre les taux d'intérêt à court terme sur le dollar et sur le deusche mark et le yen, qui avaient tendu à se rétrécir en novembre et décembre 1985, se sont à nouveau élargis en faveur du dollar. En dépit du succès que les actions menées ont eu jusqu'à présent, il est impossible de prédire quelle évolution les taux de change prendraient si on devait les laisser désormais entièrement au jeu des forces du marché, ce qui n'est pas l'intention. Les besoins de financement externe des Etats-Unis augmenteront probablement étant donné que les effets de la courbe en J feront croître temporairement le déficit des comptes courants jusqu'à ce que l'impact décalé d'un dollar plus faible se manifeste sur le volume des échanges lui-même. D'autre part, le déclin du dollar n'a pas eu jusqu'ici d'effets néfastes sur l'évolution des prix américains - probablement, dans une certaine mesure, à cause de la baisse des prix du pétrole - ce qui pourrait contribuer à maintenir la confiance dans le dollar. Un afflux adéquat de capitaux du secteur privé pourrait donc se poursuivre aux Etats-Unis.

Le degré élevé de stabilité des cours de change au sein du SME est davantage imputable aux évolutions internes au système qu'à l'influence des mouvements du dollar. Dans les tableaux 2 à 6, certains indicateurs économiques montrent le degré de convergence des pays participant au SME. Par exemple, le tableau 2 sur le produit intérieur brut réel fait apparaître une baisse de l'écart type entre 1982 et 1985, écart qui est un instrument utile pour étudier la convergence. Le coefficient de variation, qui prend en compte le niveau moyen, s'est réduit encore plus fortement. Le tableau 3 sur les prix à la consommation montre que l'écart type a diminué mais que le coefficient de variation est resté relativement stable. Une évolution similaire apparaît pour la rémunération par employé (tableau 4), la masse monétaire (tableau 5) et les taux d'intérêt à long terme (tableau 6).

Les tableaux 7 et 8 sur le chômage et le besoin d'emprunt net du secteur public révèlent des tendances différentes. Le chômage a fortement augmenté entre 1979 et 1982 et, si depuis lors il s'est un peu moins accru en moyenne, l'écart type s'est creusé depuis 1982. Le besoin d'emprunt net de l'Etat montre une certaine convergence quand on le compare à 1982 mais pas en comparaison avec 1979.

Même en tenant compte des progrès remarquables réalisés en matière de convergence au cours des trois dernières années, les différences accumulées, pour l'inflation par exemple, causent des déviations appréciables dans les cours de change réels. Les graphiques 9, 10 et 11 présentent les taux de change bilatéraux nominaux et réels des monnaies du SME et de la livre sterling vis-à-vis du deutsche mark et font apparaître une appréciation réelle pour certaines monnaies. Il est à noter toutefois que les différentiels d'inflation ne mesurent pas les compétitivités respectives des économies, à preuve que certains pays, dont la monnaie s'est appréciée en termes réels, ont enregistré une amélioration remarquable de leurs comptes courants (voir tableau 12).

A part les données économiques fondamentales, il semble que les marchés des changes suivent une logique qui leur est propre. Les opérateurs savent que le SME est un système de taux de change fixes mais ajustables; ils sont conscients qu'ils peuvent exploiter des taux d'intérêt nominaux plus élevés pendant un certain temps après un réalignement mais leur confiance s'érode graduellement parce qu'ils pensent connaître à peu près la direction sinon le moment précis des réalignements. Une convergence des taux d'intérêt peut même accélérer ce processus. La stabilité doit de plus en plus reposer sur des interventions sur les marchés des changes qui ne passent jamais complètement inaperçues et qui sont même interprétées comme un signal de réalignement prochain dès lors qu'elles atteignent un volume élevé. Le même phénomène se développe lorsque les taux d'intérêt augmentent fortement sur les euromarchés. Il reste donc à voir si la légère accalmie qui a été observée début février sur les marchés des changes se confirmera.

#### B. Exposé de M. Loehnis

A la suite de la présentation par M. Bockelmann, les Suppléants ont eu une large discussion qui peut être résumée comme suit.

En ce qui concerne le SME, la baisse du dollar n'a pas eu encore d'effets sérieux d'ébranlement du système et les tensions sont restées, dans l'ensemble, limitées. Apparemment, cette robustesse s'est même renforcée grâce à un mouvement vers une plus grande convergence des politiques et des résultats économiques fondamentaux, bien que les politiques budgétaires soient le domaine où le moins de succès a été enregistré. Des disparités croissantes pourraient avoir aussi des répercussions dans d'autres domaines. Néanmoins, rien ne semble justifier, à l'heure actuelle, un réalignement dans le SME étant donné que la situation des comptes courants des partenaires de l'Allemagne s'améliore.

La réaction des marchés aux variations des relations de changes entre le dollar et les monnaies du SME et à des événements politiques est une tout autre question. Une baisse des taux d'intérêt en Allemagne pourrait contribuer à la stabilité du SME, évitant à d'autres pays de devoir relever excessivement leurs taux d'intérêt pour défendre leurs monnaies. Toutefois, tout nouveau recul des taux d'intérêt en Allemagne devrait être compatible avec les considérations de politique interne et dépendra aussi de l'évolution future du cours du dollar.

En ce qui concerne ce dernier, on semble généralement d'accord pour dire que le cours a atteint maintenant un niveau satisfaisant et que la baisse en 1985 et au début de 1986 s'est produite sans mouvement erratique. Même si un nouveau recul pourrait être nécessaire, particulièrement à plus long terme, ni les pays d'Europe, ni les Etats-Unis n'auraient à gagner dans une forte chute dans l'avenir immédiat.

Les Américains sont hésitants, car une telle chute accentuerait les effets de la courbe en J sur les comptes courants, mais par ailleurs une amélioration de ces derniers est attendue à la suite de la "loi Rudman". Lors de la dernière réunion du Groupe des Cinq à la mi-janvier, le caractère souhaitable d'une baisse des taux d'intérêt a été souligné mais il semble que l'on hésite à entreprendre une action, sauf le Japon qui récemment a abaissé ses taux officiels. Des réductions de taux d'intérêt aux Etats-Unis semblent en conflit avec la nécessité du contrôle monétaire (les agrégats monétaires sont déjà en expansion rapide) et du financement du déficit des comptes courants. Certains Suppléants ont estimé toutefois que ces inquiétudes peuvent être exagérées puisque la chute des prix du pétrole contribuera à améliorer la position extérieure du Japon et, par conséquent, augmenterait le volume des

capitaux susceptibles de s'investir aux Etats-Unis. D'autre part, une résurgence de l'inflation dans ce dernier pays pourrait modifier les anticipations en matière de cours de change et les préférences en matière de monnaies.

Enfin, les Suppléants suggèrent que les Gouverneurs prennent en considération les relations de change entre le yen japonais et les monnaies européennes. Comme l'a indiqué M. Bockelmann, il n'y a guère eu de mouvements dans ces relations pendant toute la période du début de 1985 à la fin janvier 1986. Il reste qu'un changement dans les positions relatives des comptes courants entre l'Europe et le Japon pourrait se produire si la perte de compétitivité de l'économie japonaise à l'égard des Etats-Unis devait entraîner une compétition plus forte du Japon en Europe.

### C. Discussion du Comité

Le Président rappelle que les problèmes de l'évolution du dollar et du SME ont été examinés par le Comité il y a tout juste un an, avant que le dollar n'atteigne son niveau maximum; à l'époque, on se demandait comment arrêter l'ascension du dollar ou même provoquer une baisse par des interventions concertées. Depuis lors, le dollar a perdu plus de 30% de façon ordonnée. Plusieurs questions se posent toutefois. La stabilité des taux de change nominaux au sein du SME a été attribuée dans une large mesure à l'amélioration de la convergence mais a-t-on atteint les limites dans ce domaine? La "logique" interne du marché mentionnée par M. Bockelmann amène à se demander quel est le degré de pression que le marché exerce sur les autorités? Peut-on faire quelque chose contre les mouvements irréfléchis? Quelle est la marge d'action des pays à monnaie forte et de ceux à monnaie faible? Peut-on encore améliorer la convergence pour arriver à un équilibre plus durable ou est-ce que la convergence est déjà réalisée dans certains pays au prix de déséquilibres internes croissants, par exemple des taux d'intérêt trop élevés? Voilà toute une série de questions sans oublier les relations du dollar avec le SME et le yen.

M. Camdessus présente plusieurs remarques. Tout d'abord, la question sur l'atteinte des limites de la convergence est un peu choquante; en fait, le processus n'est qu'à son début étant donné que, dans les pays du SME, les taux d'inflation baissent et se rapprochent, les balances des paiements se rééquilibrent et tendent même vers un excédent et l'activité économique se redresse. L'élément convergence produira encore ses effets mais

il n'est pas certain qu'une telle évolution est parfaitement perçue par les marchés. Il convient donc de tenir des discours clairs et convergents comme cela été fait pour le dollar depuis septembre dernier. Certes, il peut y avoir parfois de faux signaux ou des signaux plus difficiles à expliquer. Par exemple, en janvier, le taux de l'eurofranc a augmenté assez sensiblement sur les échéances courtes au moment où les taux internes étaient stables et où le franc ne subissait pas de forte pression sur le marché. En fait, ce mouvement ne s'expliquait que très peu par des phénomènes de spéculation liés à l'échéance électorale, et résultait essentiellement des mesures italiennes. Celles-ci, qui étaient au demeurant très utiles, se sont traduites par des emprunts importants d'entreprises italiennes sur le marché de l'eurofranc dont l'étroitesse explique la montée des taux.

Il existe un autre phénomène important sur lequel les opinions publiques devraient être également bien éclairées, à savoir le dépassement des objectifs d'expansion monétaire à des degrés variables mais dans presque tous les pays. Ainsi, en France, la progression de la masse monétaire (+7 à 7,1% pour la moyenne trimestrielle centrée sur décembre 1985) est nettement au-dessus de l'objectif fixé entre 4 et 6%. Ce phénomène général de forte expansion monétaire devrait être examiné - M. Bockelmann pourrait peut-être contribuer - de façon à pouvoir éclairer les opinions publiques. On peut se demander si une partie au moins de l'explication ne tient pas au fait qu'on aurait insuffisamment tenu compte de l'innovation financière ou de la masse énorme de dollars créée par le déficit américain.

Il est beaucoup plus difficile de répondre à la question de savoir quelle réaction doit-on avoir face à la situation présente et vraisemblable du dollar au cours des semaines prochaines. La relation de change de la monnaie américaine est grosso modo satisfaisante avec les monnaies du SME mais pas tout à fait avec le yen qui pourrait s'apprécier davantage. Toutefois, quelques signes de faiblesse du dollar apparaissent et la crise mexicaine pourrait les accentuer par l'affaiblissement du système financier américain qu'elle pourrait entraîner. Dans ces conditions, doit-on réagir en baissant les taux d'intérêt tous ensemble ou en intervenant en sens inverse de l'accord du Groupe des Cinq (bien que cela ait été prévu au Plaza) ou en faisant un peu des deux? S'il fallait choisir, la préférence devrait être donnée à une baisse des taux d'intérêt autant que possible collective, c'est-à-dire incorporant les Etats-Unis et surtout le Japon qui pourrait

bouger un peu plus. Un tel choix se justifie par le fait que le phénomène auquel on est confronté se situant principalement dans la sphère de l'économie réelle, on doit donc agir dans celle-ci, spécialement au moment où la chute des prix du pétrole se produit.

M. Duisenberg considère, comme M. Camdessus, que la convergence dont le degré atteint est déjà remarquable, n'est pas proche de ses limites. La baisse du dollar, et surtout celle des prix du pétrole, aura des effets différents aux Pays-Bas que dans la plupart des autres pays de la CEE. En effet, le bilan énergétique néerlandais est à peu près en équilibre, c'est-à-dire que le pays grosso modo importe autant de pétrole qu'il exporte de gaz naturel. De plus, le prix de ce dernier est relié à celui du pétrole avec un décalage de 3 à 6 mois. La balance des comptes courants ne sera donc pas affecté d'une manière significative quoi qu'advienne au prix du pétrole, et un excédent élevé devrait se maintenir. En matière d'inflation, la baisse conjuguée du dollar et des prix du pétrole devrait contribuer à ramener le rythme d'accroissement annuel de 1,3% en janvier à 0% pour l'année. L'évolution monétaire n'est pas en harmonie avec ces résultats et devient préoccupante car M2, par exemple, s'accroît deux à trois fois plus vite que le revenu national. Cette évolution doit être maîtrisée, freinée, mais comment le faire alors que l'inflation baisse, que le chômage est toujours à un taux inacceptable, 13 à 14%, que la croissance économique est modérée et que l'excédent courant est de l'ordre de 5 à 6% du PNB? Les autorités s'efforcent de parvenir à un accord avec les banques pour réduire la progression des crédits.

En matière de finances publiques une amélioration a été obtenue; le besoin net d'emprunt de l'Etat est passé de 7,1% du PNB en 1982 à moins de 6% en 1985; cette diminution devrait continuer en 1986 mais, si le prix du pétrole et donc du gaz reste bas, le déficit public remonterait en 1987. Le gouvernement prépare des mesures pour renverser cette tendance et réduire notamment les dépenses et il faut espérer que la période préélectorale ne viendra pas perturber de telles intentions.

M. Ciampi indique que des corrections doivent être apportées à certains chiffres concernant l'Italie. Ainsi, au tableau 8, la dette publique brute est en 1985 de l'ordre de 100% du PIB et pas de 120%, tandis que le déficit courant de la balance des paiements (tableau 12) devrait être d'environ 4 milliards de dollars en 1985 au lieu de 7,3, un léger excédent étant escompté pour 1986.

La correction relative à la dette publique n'empêche pas que les finances publiques restent le gros problème de l'économie italienne. En effet, le besoin d'emprunt net de l'Etat ne cesse d'augmenter depuis 5 ou 6 ans, alors que des améliorations sensibles ont été enregistrées dans d'autres domaines comme la situation des entreprises et l'inflation. Au-delà du souhait exprimé pour une pause dans la baisse du dollar, la question qui se pose est celle de savoir que faire au cas où un nouveau déclin notable du dollar se produirait. Il faut voir qu'en 1986, dans les pays de la CEE, ce sont les considérations internes qui devraient jouer et pas celles de balance des paiements dont les perspectives sont bonnes. Par conséquent, si l'on tient compte de l'effet désinflationniste des importations d'énergie et de matières premières, une baisse sensible des taux d'intérêt nominaux serait souhaitable, sinon les taux d'intérêt réels deviendront excessifs, décourageront les investissements et alourdiront la charge de la dette publique. En outre, des réductions de taux d'intérêt devraient améliorer la cohésion du SME et atténuer la pression à la baisse du dollar. Il est clair toutefois que ce n'est pas l'Italie qui peut prendre la tête du mouvement.

M. Pöhl présente diverses remarques. Sur la base des tableaux et graphiques préparés par M. Bockelmann, on ne peut conclure qu'un réalignement dans le SME soit urgent. Au contraire, le degré de convergence atteint est sans exemple et peut certainement être encore amélioré. En 1986, presque tous les pays du SME auront un compte courant en équilibre ou excédentaire. La baisse des prix du pétrole aura évidemment des répercussions très différentes selon que les pays sont producteurs ou importateurs de pétrole et, parmi ces derniers, des pays comme la France, l'Italie et l'Allemagne enregistreront des économies appréciables. Une amélioration est également observée dans des relations bilatérales, par exemple en 1985 les exportations allemandes vers la France ont augmenté de 5,6% alors que, dans l'autre sens, elles se sont accrues de 11,4%. Les différentiels d'inflation ont également tendance à s'atténuer, et ce facteur, ajouté aux précédents, ne plaide donc pas en faveur d'un réalignement. Certes, il y a l'échéance électorale française du 16 mars mais jusqu'ici elle n'a pas provoqué de graves tensions, surtout si l'on se souvient de la situation avant mars 1983. Parmi les raisons, on peut citer le fait que les banques centrales ont appris à mieux utiliser l'instrument d'intervention et le fait que les opérateurs ont mieux compris que l'on ne gagne pas énormément à un réalignement.

Ainsi qu'il a été dit, le dollar a sans doute atteint un niveau satisfaisant, mais certains milieux, notamment aux Etats-Unis, ne sont pas de cet

avis et il serait dangereux de trop parler dans ce sens. On peut constater que les autorités du Système fédéral n'ont pas pesé durant ces derniers mois sur les taux d'intérêt à court terme qui sont relativement élevés; elles sont manifestement inquiètes que le recul du dollar aille trop loin et que l'expansion monétaire devienne excessive. L'initiative quant à une baisse des taux d'intérêt ne peut donc être attendue du côté américain; elle pourrait venir du côté japonais où les taux du marché, qui sont remontés en novembre dernier, et les taux officiels sont plus élevés qu'en Allemagne. Les taux dans ce pays sont les plus bas, exception faite de la Suisse; il semble toutefois qu'une certaine marge de baisse s'est développée avec le recul du dollar et qu'il existe donc un potentiel de croissance économique supplémentaire (peut-être 1 point) à exploiter. Etant donné que rien n'est à entreprendre sur le plan budgétaire, la politique monétaire pourrait jouer un rôle: un abaissement des taux d'intérêt officiels allemands pourrait se répercuter sur les taux du marché et amorcer une décrue en bon ordre dans d'autres pays. Il faut tenir compte, toutefois, que l'expansion monétaire est nettement supérieure à l'objectif fixé par la Bundesbank, ce qui rend malaisé d'expliquer à l'opinion publique une baisse des taux d'intérêt. Il faudrait d'ailleurs essayer d'analyser s'il y a une raison commune aux dépassements des objectifs monétaires que l'on observe un peu partout. En outre, il faut voir que la chute des prix du pétrole tend à masquer des ferments inflationnistes qui peuvent exister, notamment aux Etats-Unis, avec un dollar en déclin, un énorme déficit de la balance courante et une politique monétaire devant accommoder le déficit public.

M. Pöhl termine ses remarques en regrettant les mesures de restriction des changes prises récemment en Italie. La Banca d'Italia a dû certes les introduire à son corps défendant mais il importe de reprendre la libéralisation qui s'est développée en 1985, car le SME ne peut progresser de façon déterminée que si un marché libre des capitaux est réalisé.

M. Hoffmeyer fait quelques commentaires sur les tableaux et graphiques présentés par M. Bockelmann et notamment sur ceux illustrant l'évolution de la compétitivité. Tout d'abord, un problème de base de calcul ou de point de référence se pose. Ainsi, pour le Danemark, la base mars 1983 cache le fait que le principal ajustement réel a pris place entre 1979 et 1982. Par ailleurs, une variation de la compétitivité de 5% n'est pas très impressionnante, des variations plus importantes ont été observées dans le passé.

La correction pour l'inflation a été faite à partir des prix à la consommation, mais elle pourrait tout aussi bien, et peut-être même mieux, être faite avec les déflateurs du PIB, ce qui donnerait éventuellement des chiffres différents. Enfin, les comparaisons de compétitivité ne devraient pas être faites uniquement avec le deutsche mark; un cours de change pondéré avec plusieurs monnaies devrait aussi être utilisé.

M. Pöhl considère également que, dans l'analyse de la compétitivité, la comparaison ne devrait pas être faite uniquement avec le deutsche mark; une comparaison englobant plusieurs monnaies serait préférable, par exemple au moyen de l'Ecu.

M. Delors présente quelques remarques. Tout d'abord, les graphiques 9, 10 et 11 sur les taux de change bilatéraux nominaux et réels des monnaies de la CEE vis-à-vis du deutsche mark ne sont pas à diffuser car, si le taux d'inflation est un élément important, d'autres facteurs comme l'évolution des balances des paiements et les anticipations des opérateurs sur le marché doivent aussi être pris en compte. D'ailleurs, le maintien d'une monnaie stable est, pour les pays dont le commerce extérieur est structurellement déséquilibré, une incitation à améliorer la productivité et à développer la propension à exporter. L'évolution des masses monétaires a soulevé des interrogations justifiées qui devraient donner lieu à un travail théorique plus poussé. Si une liquidité excessive existe vraiment dans les économies européennes, il faut voir que ses conséquences ne se limitent pas au taux d'inflation mais s'étendent également à la propension à importer. Or, les effets sur celle-ci peuvent être particulièrement importants dans les pays qui sont à la recherche d'un équilibre durable de leur balance des paiements.

En ce qui concerne le dollar, M. Delors rappelle qu'il a été à l'origine, en 1982, de la proposition d'étudier ce que pourraient donner les interventions croisées des banques centrales, mais il estime qu'il ne faut pas en exagérer les effets. Les décisions prises par le Groupe des Cinq le 22 septembre 1985 sont bienvenues et ont été bien accueillies par l'ensemble de la communauté internationale. L'effet d'annonce, en particulier, est intervenu au bon moment et a exploité quatre facteurs convergents. Premièrement, une performance économique moins brillante aux Etats-Unis et un regain d'inquiétude quant à la croissance des déficits extérieur et public. Deuxièmement, la baisse du dollar s'était amorcée avant la réunion de New York.

Troisièmement, les gouvernements des Cinq ont affirmé leur volonté de tenir la situation sous contrôle. Enfin, les interventions des banques centrales sont venues à l'appui. On ne peut toutefois tirer des conclusions définitives pour l'avenir. En effet, le volume des transactions financières et monétaires est tel (certains disent 10 fois celui des échanges de biens et services) que peuvent surgir des situations ou des mouvements échappant aux possibilités matérielles des banques centrales. D'autre part, rien ne remplacera, tout au moins aux Etats-Unis, un retour à une situation du budget et de la balance des paiements plus supportable. Cela est souhaitable même s'il faut en payer le prix par un ralentissement provisoire de la croissance de l'économie mondiale.

S'agissant des prix du pétrole, M. Delors indique qu'il faut bien distinguer entre la sorte de partie de poker engagée actuellement entre pays producteurs et les tendances à long terme. Sur ces dernières, il est prudent de ne rien dire puisque les experts eux-mêmes se sont trompés depuis 15 ou 20 ans dans leurs pronostics, surtout sur les prix relatifs des différentes sources d'énergie. La baisse des prix du pétrole aura manifestement des effets bénéfiques pour les économies européennes à condition toutefois qu'elles ne relâchent pas les efforts de discipline interne. En revanche, une nouvelle crise mexicaine n'est pas totalement à exclure étant donné les répercussions de la chute des prix du pétrole (perte de 550 millions de dollars pour une réduction du prix de 1 dollar). Plus généralement, ce phénomène pétrolier intervient à un moment où, dans une nouvelle phase des problèmes de l'endettement, on craignait davantage les conséquences sociales et politiques des politiques de rigueur menées par les pays endettés que des événements comme ceux de 1982, qui ont été magistralement gérés à l'époque par la communauté monétaire internationale.

En ce qui concerne le yen, M. Delors rapporte deux enseignements de ses entretiens récents au Japon. Tout d'abord, il serait important que les pays de la CEE exercent une pression commune pour que leurs banques puissent travailler davantage sur le marché japonais. Quelques accords bilatéraux ont été conclus par certains pays membres mais il est clair que la présence insuffisante des banques européennes - due au système de protection japonais - est un handicap considérable pour l'activité des entreprises européennes au Japon.

La question la plus importante actuellement est toutefois la relation de change entre le yen et les monnaies de la CEE et la crainte que les

entreprises japonaises réagissent à l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar en reportant leurs efforts sur l'Europe, ce qui aggraverait un déficit commercial déjà très élevé (11 milliards de dollars entre le Japon et la CEE). Il est certes très difficile de faire bouger la relation yen-monnaies communautaires sans affecter le dollar, mais cette relation est préoccupante pour l'avenir. Les taux d'intérêt japonais pourraient-ils baisser sans freiner l'appréciation du yen, comme cela s'est déjà produit? La question est posée.

En ce qui concerne le SME, la convergence peut certainement être encore améliorée, en particulier dans les pays participant au mécanisme de change. Les résultats déjà obtenus pourraient même être utilisés pour réaliser un peu plus de croissance et d'emplois et, à cette fin, les taux d'intérêt représentent actuellement le seul moyen d'action. Il serait important de démontrer, de la sorte, que les politiques de rigueur ont des effets positifs sur l'emploi. S'agissant plus spécifiquement du fonctionnement du SME, la Commission s'est engagée auprès du Conseil européen de donner une priorité essentielle à la libération des mouvements de capitaux. Elle compte procéder en deux étapes: la première, qui devrait être franchie en 1986, consistera à renforcer considérablement les directives sur les clauses de sauvegarde; la seconde étape viserait à intégrer la libération totale des mouvements de capitaux dans la création d'un grand marché sans frontières, d'ici 1992, et cette libération devrait intervenir au début de la période et non pas à la fin.

M. Duisenberg se félicite des orientations très positives des travaux de la Commission que M. Delors vient d'indiquer. Se référant aux tableaux de M. Bockelmann, il se demande s'il ne serait pas intéressant de recalculer les moyennes, écarts types et coefficients de variations, en se limitant aux pays participant au mécanisme de change du SME.

Le Président rappelle que la question des dépassements des objectifs monétaires qui intrigue plusieurs membres pourra être reprise en mai à l'occasion du rapport semestriel du "Groupe Raymond"; il renonce à faire une synthèse d'un débat qui a été très utile et précieux et pour lequel tous les participants, notamment M. Delors et M. Bockelmann, sont à remercier.

M. Bockelmann indique que ses propos sur la convergence dans le SME n'étaient pas de dire qu'elle a atteint ses limites mais que si la convergence est le seul facteur pour assurer la stabilité du SME elle ne sera peut-être plus suffisante pour préserver le système de fortes tensions,

car les deux autres facteurs, la baisse du dollar et les anticipations du marché, tendent à agir en sens contraire.

En ce qui concerne les graphiques 9 à 11, M. Bockelmann rappelle que la comparaison avec le deutsche mark avait été présentée aux Gouverneurs en 1985 et que les prix à la consommation semblent être la meilleure mesure de l'inflation. En revanche, pour étudier la compétitivité, il faut, bien sûr, regarder la balance des paiements, notamment le compte courant. L'utilisation d'une pondération en fonction du commerce extérieur ne paraît pas très appropriée pour une analyse du SME.

#### IV. Système de compensation de l'Ecu privé

Le Président indique que les exposés, mentionnés à l'ordre du jour, de représentants de la Commission et de la BRI seront remplacés par un rapport de M. Loehnis sur la discussion que les Suppléants ont eue hier sur cette question.

M. Loehnis précise que les Suppléants ont entendu un rapport très complet de M. Gros, complété de remarques de M. Mingasson, sur la structure et le fonctionnement du système de compensation de l'Ecu privé. Ces rapports ont été présentés pour information et n'ont pas soulevé de commentaires particuliers de la part des Suppléants. Le texte de l'exposé de M. Gros a été diffusé aux Gouverneurs et Suppléants.

Le système est fondé sur trois institutions: d'abord, l'Association bancaire pour l'Ecu, qui est ouverte à toute banque opérant dans la CEE et manifestant un intérêt pour le développement des transactions en Ecus; en second lieu, SWIFT dont l'ordinateur central de compensation remplira le rôle de "centre de netting"; enfin, la BRI qui agira comme banque de compensation et de règlement.

Le rôle de la BRI sera strictement limité aux opérations qui lui sont confiées d'après la convention prévue entre elle et l'Association. Celle-ci et les banques désignées comme banques de clearing ne pourront en aucun cas tenir la BRI responsable simplement du fait qu'elle aurait exécuté les opérations prévues dans la convention.

La convention entrera en vigueur une fois que le "centre de netting" de SWIFT aura été testé, probablement durant l'été 1986. Le nombre initial maximum

de 30 banques de compensation sera atteint par étapes. Il y aura une période d'essai de 12 mois, après quoi la convention pourra être confirmée, avec tout amendement ou complément convenu, et renouvelée par tacite reconduction pour des périodes successives de 12 mois. Inversement, la convention pourrait être dénoncée par la BRI ou par l'Association en donnant un préavis de 6 mois. Le Conseil d'administration de la BRI a formellement accepté ce matin de s'engager dans cette convention avec l'Association.

M. Delors tient à dire combien la Commission se félicite de l'heureuse issue de ces travaux qui devrait permettre au système de compensation de l'Ecu privé d'atteindre la dimension et l'efficacité qui correspondent à l'évolution des opérations bancaires en Ecus; il remercie la BRI d'avoir bien voulu prêter son concours et son expérience à ce système.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Répartition des frais du Secrétariat du Comité de l'année 1985

Le Président rappelle que, comme d'habitude, le Secrétariat a préparé une note et des tableaux qui ont été diffusés aux Gouverneurs et Suppléants et que, pour simplifier, l'ensemble des dépenses concernant le Comité des Gouverneurs et le FECOM sont traitées en bloc. Les Suppléants ont recommandé l'approbation de la note et des tableaux et le Président constate l'accord du Comité.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

Le Président indique que la prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 11 mars 1986 à 10 heures; il rappelle qu'en raison de la réunion du Comité intérimaire en avril, il avait proposé de supprimer la séance du Comité du 8 avril. Cette solution n'a pas suscité d'objection et est donc acquise. Dans ces conditions, à la séance d'avril, les Gouverneurs délégueront aux Suppléants l'approbation du "rapport concertation", ces derniers se réunissant le lundi 7 avril 1986 à Bâle.

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

JANVIER 1986

Le présent rapport résume l'évolution du marché des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation\*, ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de janvier 1986 et les premiers jours de février; il couvre pour la première fois l'évolution de la peseta espagnole et de l'escudo portugais à la suite de l'adhésion à la Communauté européenne des deux pays concernés.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En janvier, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- nouveau recul du dollar vers la fin du mois,
- persistance de tensions au sein du SME,
- affaiblissement de la livre sterling et du dollar canadien par rapport aux autres grandes monnaies.

Ferme durant la première quinzaine de janvier, le dollar EU a fortement fléchi vers la fin du mois, pour clôturer en baisse de 2 à 3% au total par rapport à la majorité des grandes monnaies. Début janvier, il s'est trouvé conforté par la publication de statistiques sur l'économie américaine faisant état d'une activité nettement plus soutenue que la plupart des opérateurs du marché ne l'avaient prévu. A la mi-janvier, cependant, le dollar a commencé à se ressentir de l'opinion selon laquelle

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

l'économie américaine bénéficierait moins que la plupart des autres pays industriels des effets macro-économiques de la baisse des prix du pétrole. Aussi le dollar a-t-il fortement reculé lorsque le marché a interprété un commentaire officiel japonais comme traduisant l'intention des autorités monétaires du Japon de ne pas empêcher le dollar de descendre au-dessous du niveau de 200 par rapport au yen.

Au sein du SME, les tensions ont continué et ont conduit plusieurs banques centrales à soutenir leur monnaie par des interventions et des relèvements de taux d'intérêt. Le deutsche mark, le franc français et le florin néerlandais sont restés près de la limite supérieure et le franc belge près de la limite inférieure. Il n'y a pas eu cependant d'interventions aux limites. La livre irlandaise et la couronne danoise sont tombées dans la partie inférieure de la bande de fluctuation dans le courant du mois.

Le deutsche mark a bénéficié en particulier de la faiblesse du dollar et de la dépréciation de la livre sterling. En dépit de ventes substantielles de deutsche marks par plusieurs banques centrales, celui-ci est resté près de sa limite supérieure. Sur l'ensemble du mois, le deutsche mark s'est apprécié de 2,9% par rapport au dollar EU et de 4,7% à l'égard de la livre sterling. Vis-à-vis du yen, en revanche, il a enregistré un léger fléchissement.

Le franc français est demeuré dans la partie supérieure de la bande communautaire, proche de sa parité vis-à-vis du deutsche mark et du florin. Les opérations de la clientèle française ont été généralement équilibrées. En revanche, quelques dégagements de non-résidents ont pu être enregistrés dans la seconde quinzaine du mois. Les taux de l'eurofranc se sont brusquement tendus en fin de période, sous l'effet du financement de positions prises à très court terme et de besoins commerciaux liés aux règlements de fin de mois, entraînant un raffermissement du franc.

Le franc belge a fléchi. Sa décote vis-à-vis de la monnaie la plus forte dans la grille des parités s'est élargie de près de 1/4%. La Banque Nationale de Belgique est intervenue à la vente, en deutsche marks essentiellement.

Le florin néerlandais a légèrement cédé du terrain dans le courant du mois, tout en se maintenant cependant près de la limite supérieure de la bande de fluctuation. Cette évolution a reflété les conditions générales régnant au sein du SME qui ont eu tendance à favoriser un peu plus le deutsche mark que le

florin. La chute des prix de l'énergie peut avoir joué un rôle à cet égard, compte tenu de l'importance pour l'économie néerlandaise des ressources tirées du gaz naturel.

La couronne danoise a glissé de la partie supérieure à la partie inférieure de la bande étroite du SME; cet affaiblissement traduit la réduction des importations de capitaux privés et les incertitudes politiques liées aux discussions entourant la modification du Traité de la CEE.

La livre irlandaise s'est fortement affaiblie au sein de la bande du SME, sous l'effet d'une forte demande de monnaies étrangères à des fins commerciales. Cette demande a été due à la baisse générale de la livre sterling et, à un degré moindre, du dollar EU, ainsi qu'aux anticipations d'un réalignement du SME dans un avenir proche. La Central Bank of Ireland a procédé à des interventions substantielles au cours du mois pour soutenir sa monnaie. En outre, elle a relevé de 1,5 point à 11,75% son taux d'avance à court terme, le 6 janvier 1986.

Au cours de la première quinzaine de janvier, la lire italienne s'est trouvée soumise à des pressions, sous l'effet de sorties de capitaux à court terme, essentiellement des opérations de termaillage, motivées par des anticipations d'un réalignement au sein du SME. La Banca d'Italia a fait face à cette demande en effectuant d'importantes ventes de deutsche marks et de dollars. A la suite des mesures adoptées par les autorités monétaires le 16 janvier (comportant notamment un plafonnement de six mois de l'expansion des crédits bancaires en lires et l'obligation de financer 75% des crédits à l'exportation en monnaies étrangères), les sorties de fonds ont été endiguées et la lire s'est raffermie dans la partie supérieure de la bande du SME.

La livre sterling a fortement fléchi au cours du mois en raison de la baisse des prix du pétrole et de prévisions faisant état de la poursuite du mouvement de baisse jusqu'au printemps. Elle a également été affectée pendant quelque temps par des préoccupations de politique interne. Les principales "clearing banks" ont relevé de 1 point à 12,5% le 8 janvier leur taux de base mais la livre sterling a perdu du terrain, en particulier par rapport aux monnaies des autres pays d'Europe, tombant, le 27 janvier,

à des niveaux minimaux de \$EU 1,375 et DM 3,31. Elle s'est légèrement redressée à la fin du mois, lorsque les prix du pétrole se sont stabilisés. L'indice pondéré de la livre a fléchi de 4,25% au cours du mois pour s'établir à 74,6.

La peseta espagnole a atteint son niveau record par rapport au dollar EU depuis juin 1984 - 150,150 le 29 - et s'est établie à la fin du mois à 150,404 pesetas pour un dollar. Sur cette base, la peseta s'est appréciée de 2,5% et 4,4% respectivement par rapport au dollar EU et à la livre sterling et a baissé au total de 0,6% par rapport aux monnaies du mécanisme de change du SME. En termes effectifs, la peseta s'est appréciée de 0,2% vis-à-vis des monnaies communautaires. Le Banco de España a enregistré un afflux important de devises qui peut s'expliquer, au moins en partie, comme un renversement des sorties massives enregistrées en décembre.

La drachme grecque a gagné 0,9% par rapport au dollar EU, mais s'est dépréciée de 1,2% vis-à-vis de l'Ecu et de 1,3% en termes effectifs.

En termes effectifs, l'escudo portugais est demeuré stable tout au long de janvier grâce à la politique de change adoptée devant le comportement satisfaisant de la balance des paiements courants. Sur la base du cours fixing à la fin du mois, l'escudo s'est apprécié de 1,4% par rapport au dollar EU, mais a perdu 0,5% vis-à-vis de l'Ecu.

La pression à la hausse du deutsche mark a provoqué un nouvel affaiblissement du franc suisse par rapport aux monnaies du SME durant la première quinzaine. Ce mouvement a été plus que compensé par la suite par la baisse du dollar EU et de la livre sterling, de sorte que, en termes effectifs, le franc suisse a gagné 0,2%.

Malgré une réduction d'un point du taux d'escompte (à 9,5%), l'afflux de monnaies enregistré ces derniers mois en Suède s'est poursuivi, favorisé par le financement à court terme d'opérations commerciales, et l'indice de la couronne suédoise est demeuré ferme.

La couronne norvégienne a gagné environ 0,3% en termes effectifs au mois de janvier 1986. Par suite de la chute des prix pétroliers et des rumeurs de dévaluation de la couronne norvégienne, une forte demande de monnaies étrangères est apparue sur le marché des changes, et la Norges Bank a vendu des dollars EU pour financer le déséquilibre.

Le dollar canadien a continué de subir une pression à la baisse en janvier, perdant 2% par rapport au dollar EU. L'opinion du marché est

restée défavorable, en raison des préoccupations suscitées par l'ampleur du déficit budgétaire fédéral (et la possibilité de le réduire de façon significative), la diminution des prix du pétrole et d'autres matières premières et la forte réduction de l'excédent commercial enregistrée en novembre. Des ventes spéculatives ont également contribué à cette baisse. L'augmentation de 1 1/4 point de l'écart des taux d'intérêt à court terme avec les Etats-Unis, porté à plus de 3 points en faveur des placements au Canada, n'a pas suffi à enrayer le glissement du dollar canadien.

Le yen japonais a gagné 4% vis-à-vis du dollar EU en janvier. En début de mois, son cours par rapport au dollar est brièvement descendu à Y 203, sous l'effet de la déclaration du Gouverneur Sumita, interprétée comme exprimant sa volonté de ne pas voir le yen poursuivre son raffermissement. Par la suite, il s'est maintenu aux alentours de Y 201-202 dans un contexte d'incertitudes sur la vigueur de l'économie américaine et sur l'éventualité d'une réduction des taux d'intérêt au Japon et ailleurs. En fin de mois, la faiblesse du chiffre préliminaire du PNB américain au quatrième trimestre et les commentaires de M. Takeshita, Ministre des Finances, interprétés comme traduisant le désir de ne pas s'opposer à une nouvelle appréciation du yen, ont provoqué une vive augmentation de la monnaie japonaise qui a atteint le niveau de Y 191. La réduction à 4,5% du taux de base bancaire, à compter du 30 janvier, n'a pas eu pour effet de modifier la tendance à la hausse du yen. Le yen s'est également raffermi à l'égard des principales monnaies européennes.

## II. INTERVENTIONS

### A. Interventions en dollars EU

En janvier, les ventes nettes de dollars des banques centrales ont atteint \$EU 1,6 milliard, contre \$EU 2,8 milliards en décembre. Le chiffre de janvier résulte de ventes brutes d'un montant de \$EU 4,5 milliards et d'achats bruts totalisant \$EU 2,9 milliards. Les principaux vendeurs nets ont été la Norges Bank, la Banque du Canada, la Central Bank of Ireland et la Banca d'Italia. Les principaux acheteurs nets ont été le Banco de España, la Sveriges Riksbank et la Banque de France.

B. Interventions en monnaies communautaires

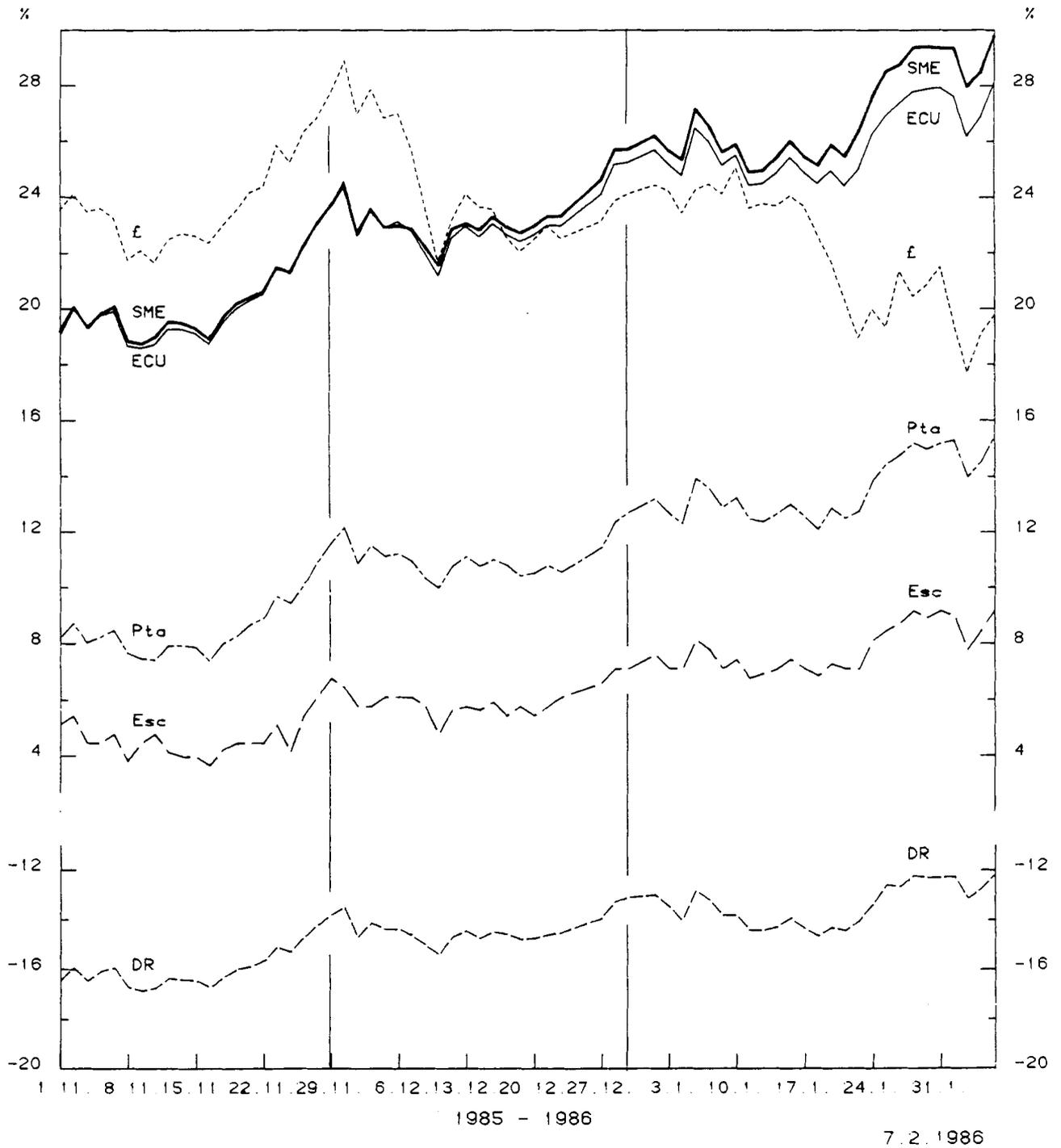
Les interventions brutes en monnaies de la Communauté et en Ecus se sont élevées à l'équivalent de \$EU 4,9 milliards et reflètent principalement des ventes de deutsche marks à l'intérieur des marges de la part de la Banque de France, la Banca d'Italia et la Banque Nationale de Belgique.

III. PREMIERS JOURS DE FEVRIER 1986

Le dollar a fluctué dans un marché nerveux au cours de la première semaine de février. Au total, il est resté pratiquement inchangé vis-à-vis des monnaies européennes, mais a perdu environ 1% contre le yen.

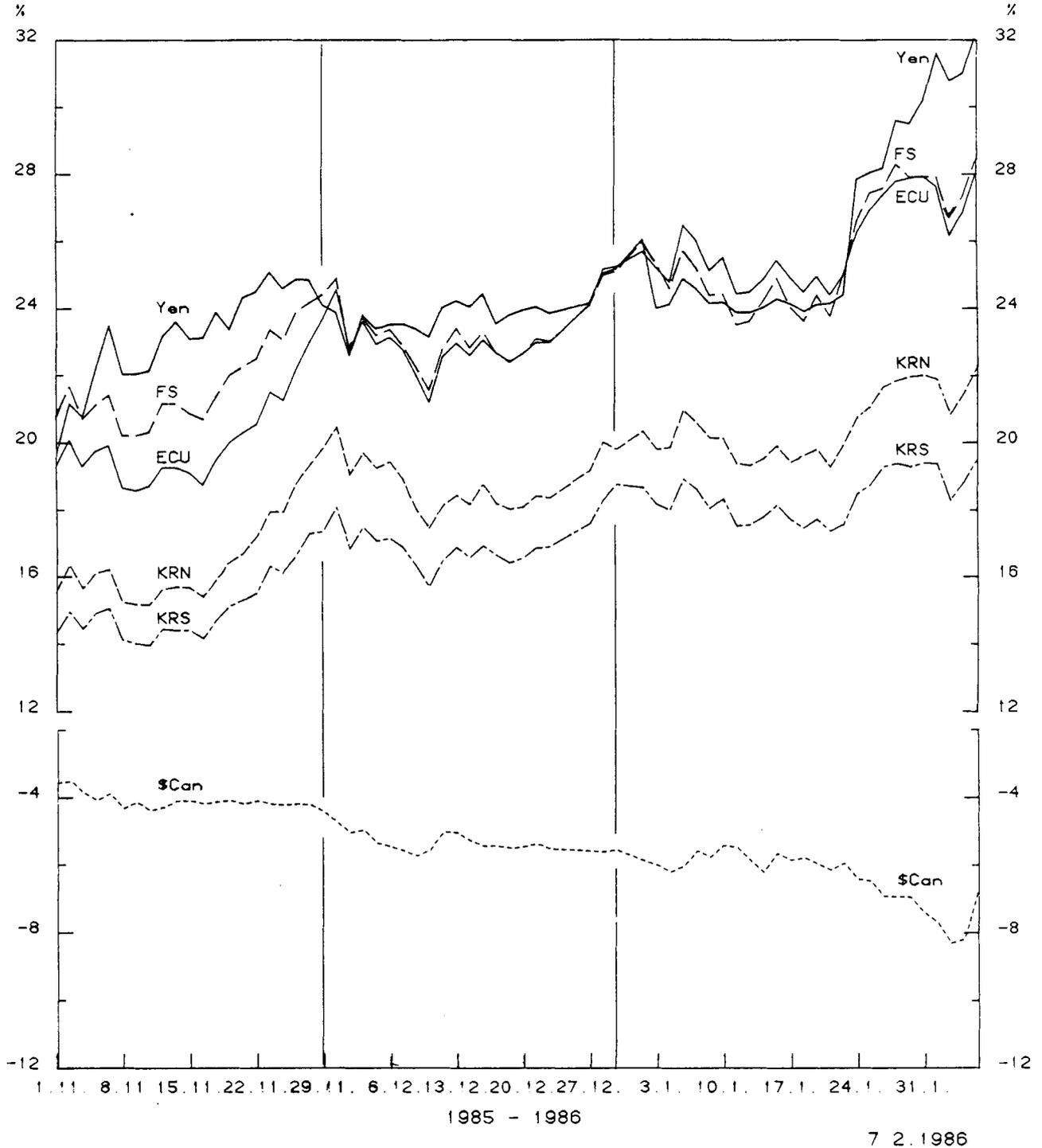
Les conditions se sont quelque peu détendues au sein du SME. Après une nouvelle baisse en début de période, la livre anglaise s'est reprise pour finir la semaine pratiquement sans changement par rapport aux monnaies du SME. Le dollar canadien a également subi de nouvelles pressions au début de la semaine, mais, soutenu par d'importantes interventions et un resserrement substantiel de la politique monétaire, il s'est notablement redressé par la suite. Au total, le dollar canadien a gagné plus de 1% à l'égard du dollar EU.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU  
MECANISME DE CHANGE OU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA  
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES  
LE 31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU \*



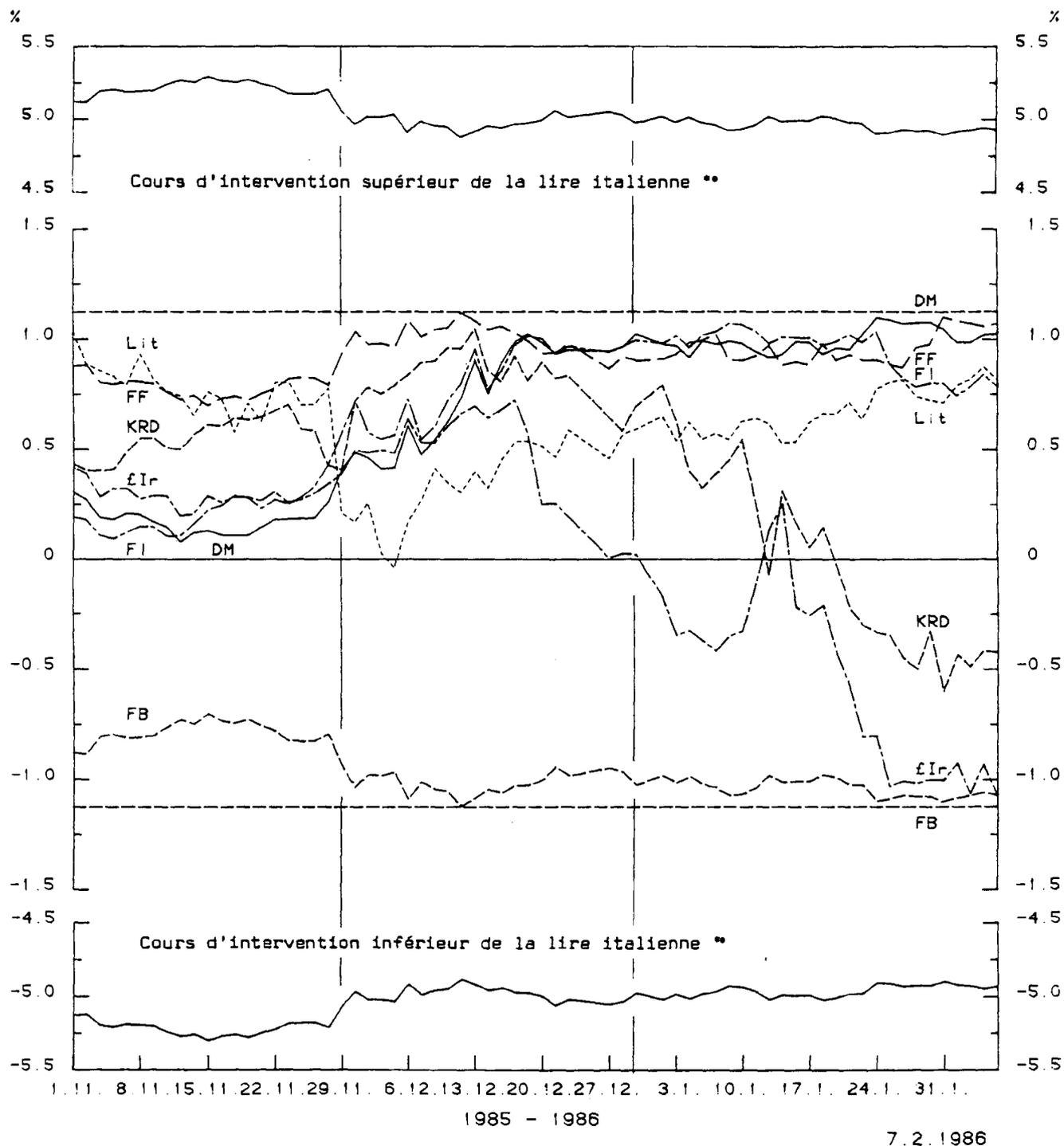
\* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE  
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE  
31 DECEMBRE 1984 VIS-A-VIS DU \$EU \*



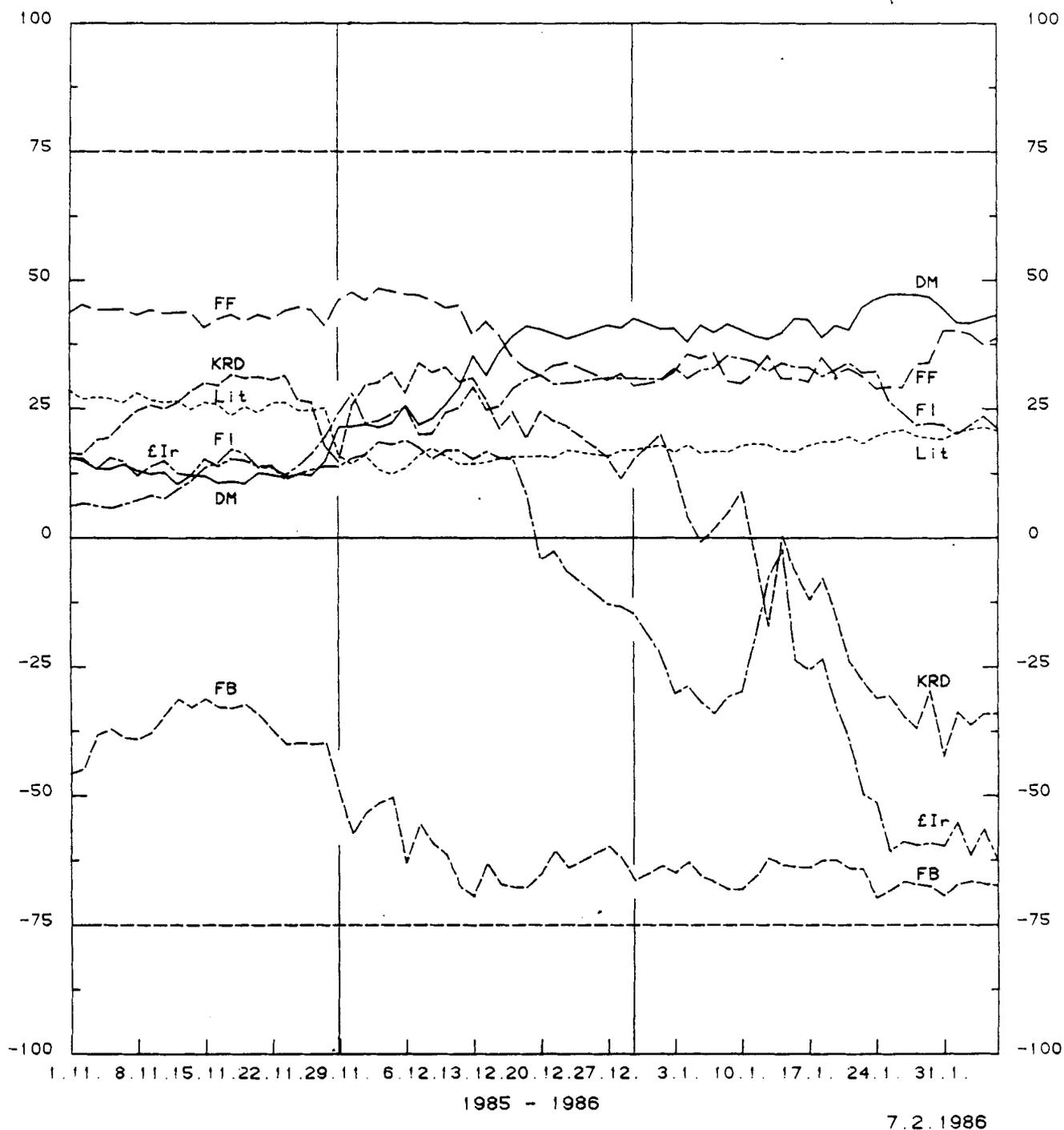
\* ECU 0,708946; £ 0,8602; DR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;  
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours  
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian  
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière  
des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%,  
exprimés en dollars 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 DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



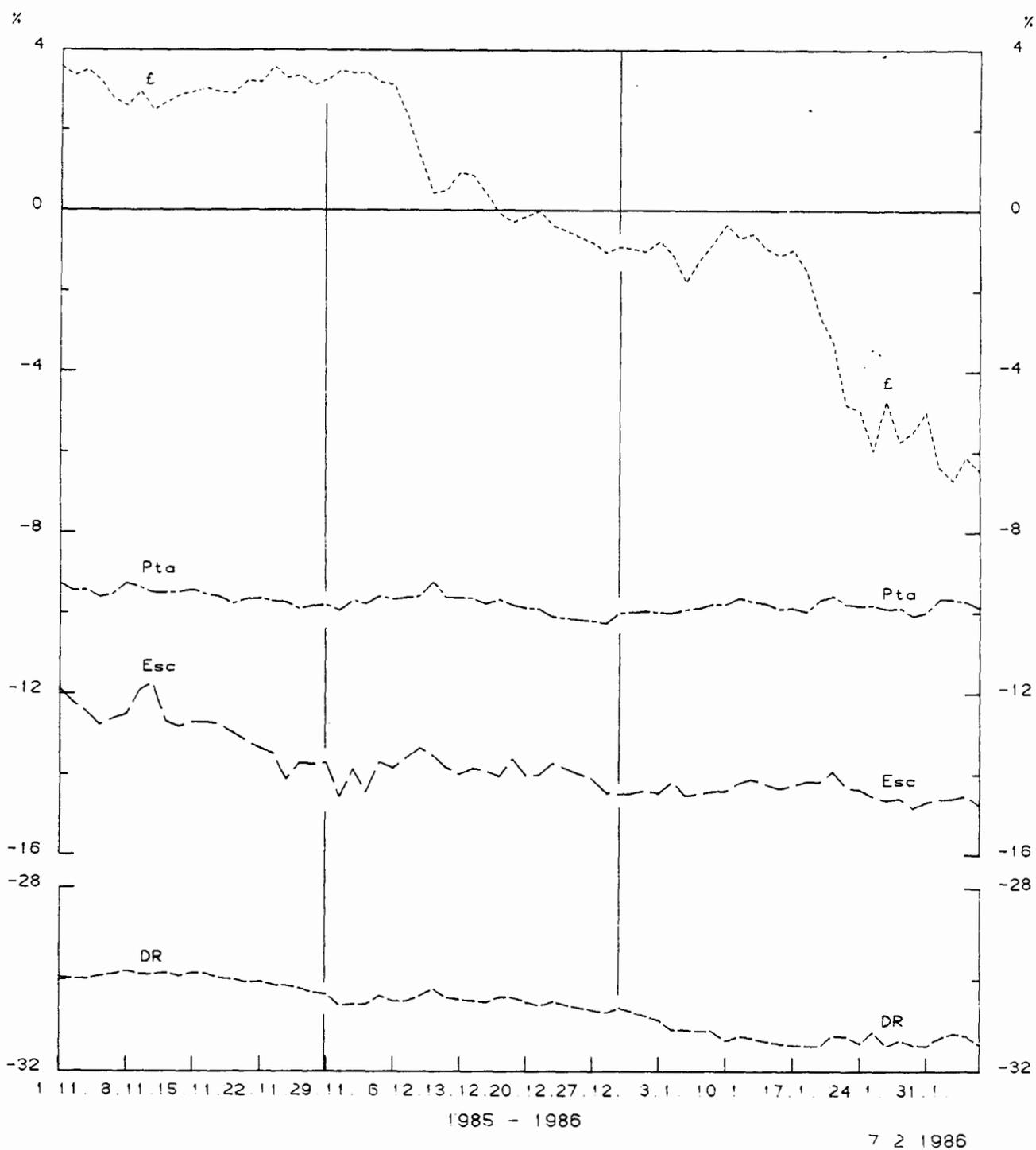
\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de  $\pm 2,25\%$ .

## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



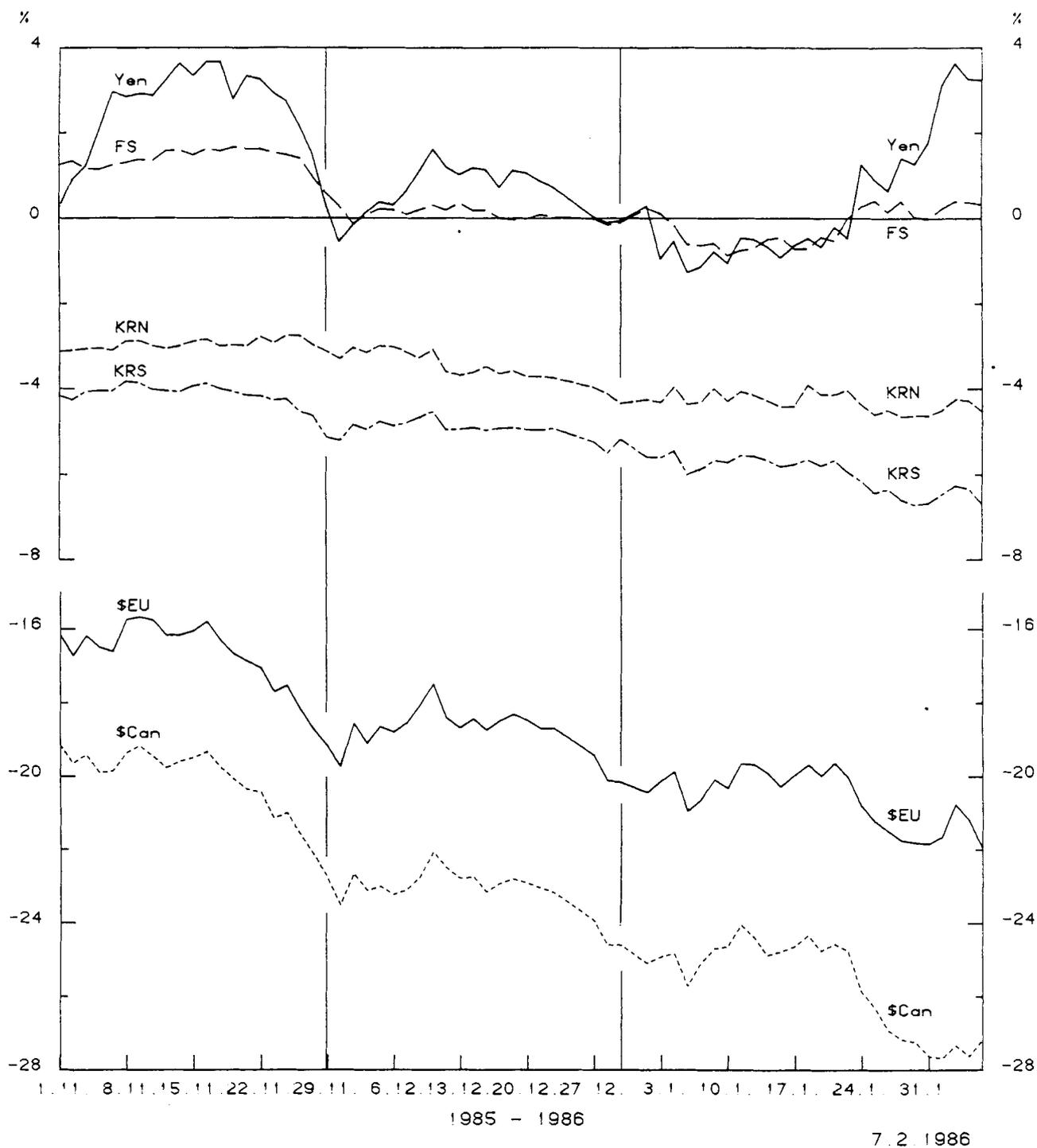
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU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

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE  
L'ESCUDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS  
LE 31 DECEMBRE 1984



• £ 0,609846; DR 91,0428; PTA 122,86; ESC 120,344.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT  
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU  
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1984 \*



\* \$EU 0,708946; \$Can 0,935808; FS 1,8383; Yen 178,052; KRS 6,36988;  
KRN 6,44254.

TABLES AND GRAPHS

TO BE USED IN DR. BOCKELMANN'S REMARKS TO  
COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS  
OF EEC COUNTRIES

---

11th February 1986

## Table of Contents

Graph 1	Spot exchange rates for DM and Yen against the US-Dollar
Table 2	Gross domestic product
Table 3	Consumer prices
Table 4	Compensation per employee
Table 5	Money supply (M2 or M3)
Table 6	Long-term interest rates
Table 7	Unemployment
Table 8	Net borrowing of general government
Graph 9	Nominal and real bilateral exchange rates against the DM (France, Italy, Netherlands and Belgium)
Graph 10	Nominal and real bilateral exchange rates against the DM (United Kingdom, Ireland and Denmark)
Graph 11	Nominal and real bilateral exchange rates against the DM (Portugal, Spain and Greece)
Table 12	Current-account balances

GRAPH 1

SPOT EXCHANGE RATES FOR DM AND YEN AGAINST THE US-DOLLAR  
(at mid- and end-month)

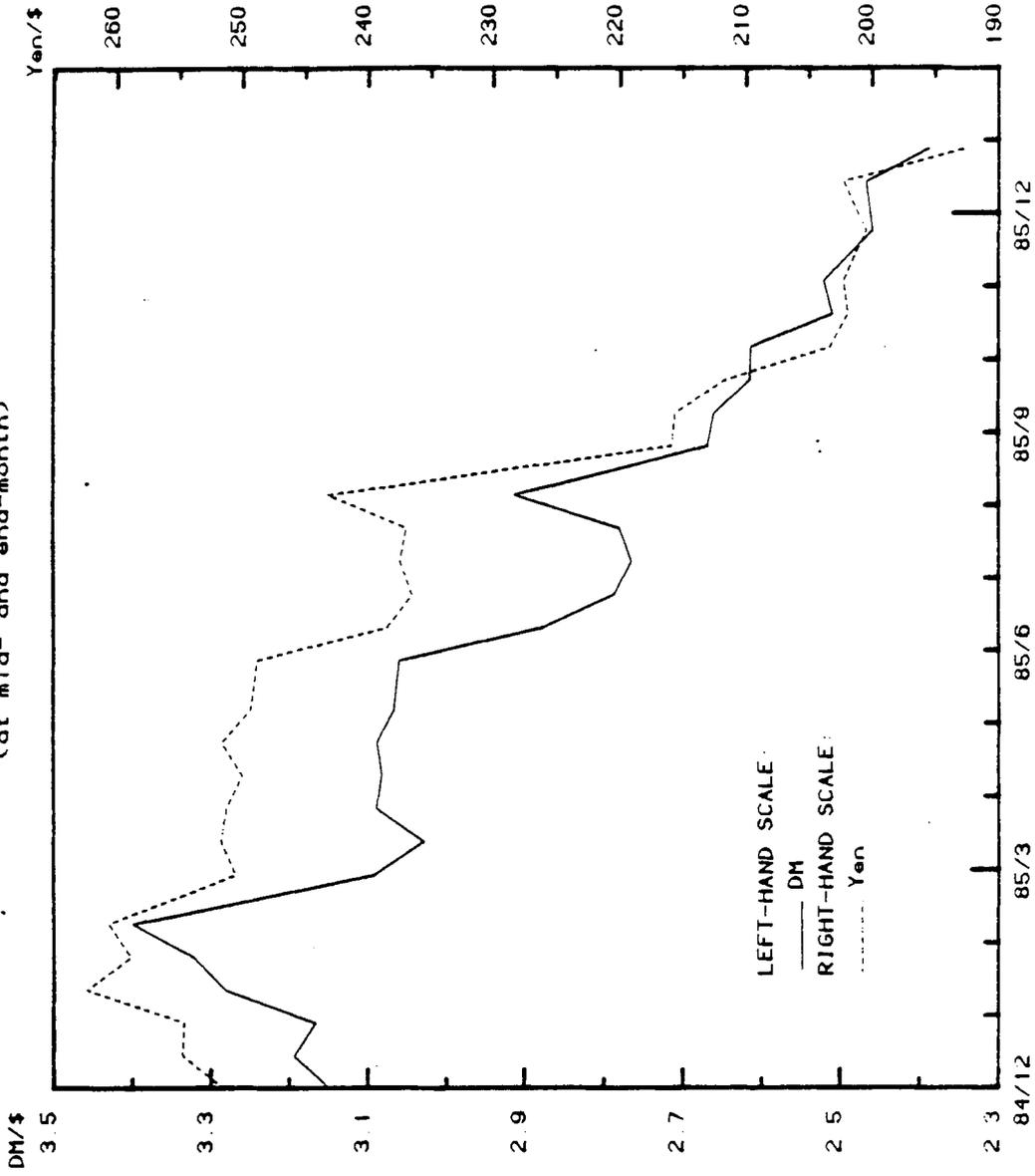


Table 2  
Gross domestic product  
 (percentage change in 1975 prices)

	1979	1982	1983	1984	1985 <sup>1</sup>
Belgium .....	2.1	1.1	0.4	1.7	1.9
Denmark .....	3.5	3.0	2.0	3.9	2.3
France .....	3.3	1.8	1.0	1.6	1.2
Germany .....	4.2	- 0.6	1.2	2.6	2.3
Ireland .....	3.1	0.8	0.8	4.4	2.5
Italy .....	4.9	- 0.5	- 1.2	2.6	2.7
Netherlands .....	2.4	- 1.8	0.6	1.7	2.1
United Kingdom .....	2.2	2.3	3.4	1.8	3.4
Average <sup>2</sup> .....	3.5	0.7	1.1	2.2	2.3
Standard deviation .....	1.0	1.6	1.3	1.2	0.6
Coefficient of variation .....	0.3	2.4	1.2	0.5	0.3
Greece .....	3.7	- 0.1	0.3	2.6	1.9
Portugal .....	6.2	3.5	- 0.3	- 1.7	2.2
Spain .....	0.2	0.9	2.1	2.2	1.8

Sources: European Economy, OECD Economic Outlook and national sources.

1 Preliminary.

2 1982 GNP/GDP weights.

Consumer prices

(percentage change, annual rates)

	1979	1982	1983	1984	1985	12 months to December 1985
Belgium .....	4.5	8.7	7.7	6.3	4.9	4.0
Denmark .....	9.6	10.1	6.9	6.3	4.7	3.6
France .....	10.8	11.8	9.6	7.4	5.8	4.7
Germany .....	4.1	5.3	3.3	2.4	2.2	1.8
Ireland .....	13.2	17.1	10.5	8.6	5.4	4.9 <sup>1</sup>
Italy .....	15.7	16.4	14.9	10.6	8.6	8.6
Netherlands .....	4.2	5.9	2.8	3.3	2.2	1.7
United Kingdom .....	13.4	8.6	4.6	5.0	6.1	5.7
Average <sup>2</sup> .....	9.7	9.6	7.2	5.8	5.0	4.5
Standard deviation .....	4.7	4.5	4.1	2.7	2.1	2.2
Coefficient of variation .....	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5
Greece .....	19.0	21.0	20.2	18.4	19.3	25.0
Portugal .....	23.7	22.7	25.1	28.9	19.6	16.8
Spain .....	15.7	14.4	12.2	11.3	8.8	8.1

Sources: National data and definitions.

1 4th quarter to 4th quarter.

2 1982 private consumption weights.

Table 4  
Compensation per employee  
 (percentage change)

	1979	1982	1983	1984	1985 <sup>1</sup>
Belgium .....	5.5	7.9	6.7	6.2	5.7
Denmark .....	9.4	11.5	6.4	4.9	3.7
France .....	13.3	14.5	10.9	8.1	5.9
Germany .....	5.9	4.2	3.9	3.2	3.2
Ireland .....	18.2	15.7	9.3	9.6	7.0
Italy .....	17.9	17.3	16.0	12.1	10.2
Netherlands .....	6.0	5.6	3.4	0.6	1.4
United Kingdom .....	15.0	8.4	8.7	5.5	7.7
Average <sup>2</sup> .....	12.2	10.4	9.1	6.6	6.3
Standard deviation .....	5.4	4.9	4.1	3.6	2.8
Coefficient of variation .....	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Greece .....	22.0	26.8	19.7	21.3	19.0
Portugal <sup>3</sup> .....	23.5	17.9	17.8	18.1	22.7
Spain <sup>3</sup> .....	23.7	15.8	15.1	11.7	11.5

Sources: European Economy, OECD Economic Outlook and OECD Main Economic Indicators.

1 Preliminary.

2 1982 employment weights.

3 Hourly earnings.

Table 5

## Money supply (M2 or M3)

(percentage change during year)

	1979	1982	1983	1984	1985
Belgium (M2) .....	6.4	7.1	8.1	4.5	2.6 Sept.
Denmark (M2) .....	10.7	11.1	25.1	17.7	9.9 Nov.
France (M2R) .....	14.2	10.7	11.2	8.3	8.4 Oct.
Germany (M3) .....	5.8	7.2	5.6	4.7	5.1 Dec.
Ireland (M3) .....	18.7	13.1	5.6	10.1	7.7 Nov.
Italy (M2) .....	20.3	17.8	12.2	12.0	13.3 Nov.
Netherlands (M2) .....	6.7	7.2	10.8	8.7	9.7 Oct.
United Kingdom (M3) .....	12.0	9.5	11.1	9.8	15.1 Dec.
Average* .....	11.9	10.5	11.2	9.5	9.0
Standard deviation .....	5.6	3.7	6.2	4.2	4.1
Coefficient of variation .....	0.5	0.4	0.6	0.4	0.5
Greece (M3) .....	18.2	28.9	20.2	29.4	29.3 Oct.
Portugal (M2) .....	36.6	26.6	20.0	27.3	27.9 Jun.
Spain (M3) .....	18.8	14.0	12.9	11.9	7.4 Oct.

Sources: National data and definitions.

\* Unweighted.

Table 6

Long-term interest rates  
(per cent., annual averages)

	1979	1982	1983	1984	1985	December 1985
Belgium .....	9.7	13.4	11.8	12.0	10.6	9.6
Denmark .....	16.7	20.5	14.4	14.0	11.6	9.9
France .....	10.9	16.0	14.4	13.4	11.9	11.3
Germany .....	7.4	8.9	7.9	7.8	6.9	6.5
Ireland .....	15.1	17.1	13.9	14.6	12.7	11.8
Italy .....	13.6	20.3	17.9	14.8	13.1	13.3
Netherlands .....	8.8	9.9	8.2	8.1	7.3	6.9
United Kingdom .....	13.0	12.7	10.8	10.7	10.6	10.5
Average <sup>1</sup> .....	11.9	14.9	12.4	11.9	10.6	10.0
Standard deviation .....	3.2	4.4	3.4	2.8	2.3	2.3
Coefficient of variation .....	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Greece .....	11.2	15.4	18.2	18.5	15.8	13.1 <sup>2</sup>
Portugal .....	16.8	16.8	19.5	21.5	20.8	20.1 <sup>3</sup>
Spain .....	n.a.	n.a.	16.9	16.5	13.5	12.1 <sup>2</sup>

Sources: National data and definitions.

1 Unweighted.

2 November.

3 August.

Table 7

Unemployment

(in per cent. of civilian labour force, annual averages)

	1979	1982	1983	1984	1985*
Belgium .....	8.4	13.1	14.4	14.5	13.8
Denmark .....	5.8	9.8	10.4	10.0	9.1
France .....	6.0	8.8	9.0	9.9	10.7
Germany .....	3.3	6.8	8.4	8.4	8.4
Ireland .....	7.4	12.8	14.6	16.1	17.1
Italy .....	7.5	10.5	10.8	12.0	12.6
Netherlands .....	5.5	11.7	14.0	14.2	13.2
United Kingdom .....	4.9	10.6	11.5	11.8	12.0
Average .....	5.5	9.4	10.3	10.9	11.1
Standard deviation .....	1.8	2.4	2.8	3.0	3.0
Coefficient of variation .....	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Greece .....	1.9	5.8	7.9	8.1	8.3
Portugal .....	8.0	7.6	10.8	10.5	11.0
Spain .....	9.9	16.3	17.8	20.6	22.3

Sources: European Economy and OECD Economic Outlook.

\* Preliminary.

Table 8

Revised

Net borrowing of general government  
(in per cent. of GDP)

	1979	1982	1983	1984	1985 <sup>1</sup>	Memo item: gross public debt in per cent. of GDP	
						1980	1985
Belgium .....	7.1	11.0	11.7	9.9	8.6	76.1	116.0
Denmark .....	1.7	9.3	7.4	4.6	2.9	33.5	68.6
France .....	0.7	2.7	3.1	2.8	3.2	25.0	35.9
Germany .....	2.7	3.3	2.5	1.9	1.2	32.6	42.6
Ireland .....	11.6	13.8	11.8	10.1	11.5	85.9	124.3
Italy .....	9.5	12.7	12.4	13.5	13.6	93.9	120.4
Netherlands .....	4.5	7.1	6.5	6.3	5.9	45.9	72.3
United Kingdom .....	3.6	2.3	3.6	3.8	3.3	59.7	59.7
Average <sup>2</sup> .....	3.9	5.4	5.4	5.3	5.2	50.5	64.3
Standard deviation .....	4.1	5.4	4.7	4.4	4.8	27.2	40.0
Coefficient of variation .....	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9	0.5	0.6
Greece .....	2.4	9.7	8.9	9.9	12.5	27.7	54.5
Portugal <sup>3</sup> .....	10.9	11.1	11.0	12.9	11.6	n.a.	n.a.
Spain .....	1.8	5.3	5.3	5.0	4.8	17.4	43.2

Sources: European Economy and OECD Economic Outlook.

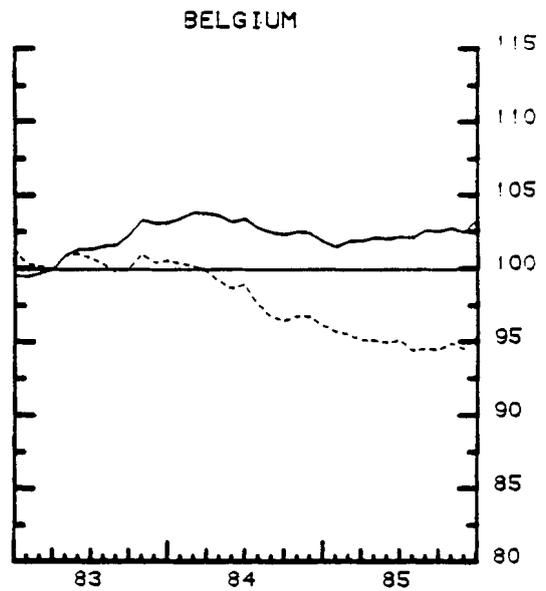
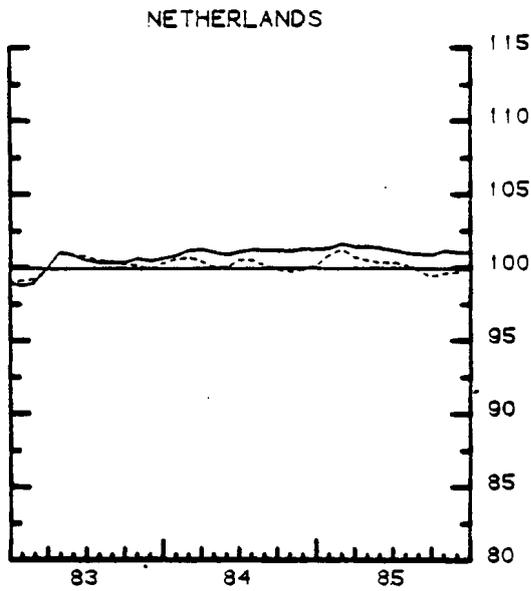
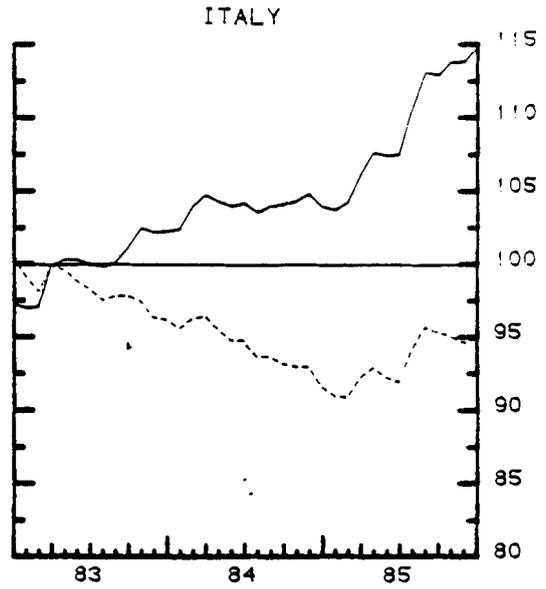
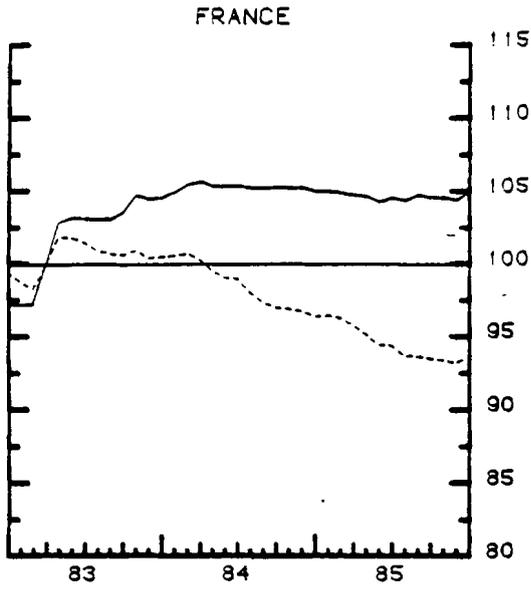
1 Preliminary.

2 1982 GDP/GNP weights.

3 Central government.

GRAPH 9

NOMINAL AND REAL BILATERAL EXCHANGE RATES AGAINST THE DM

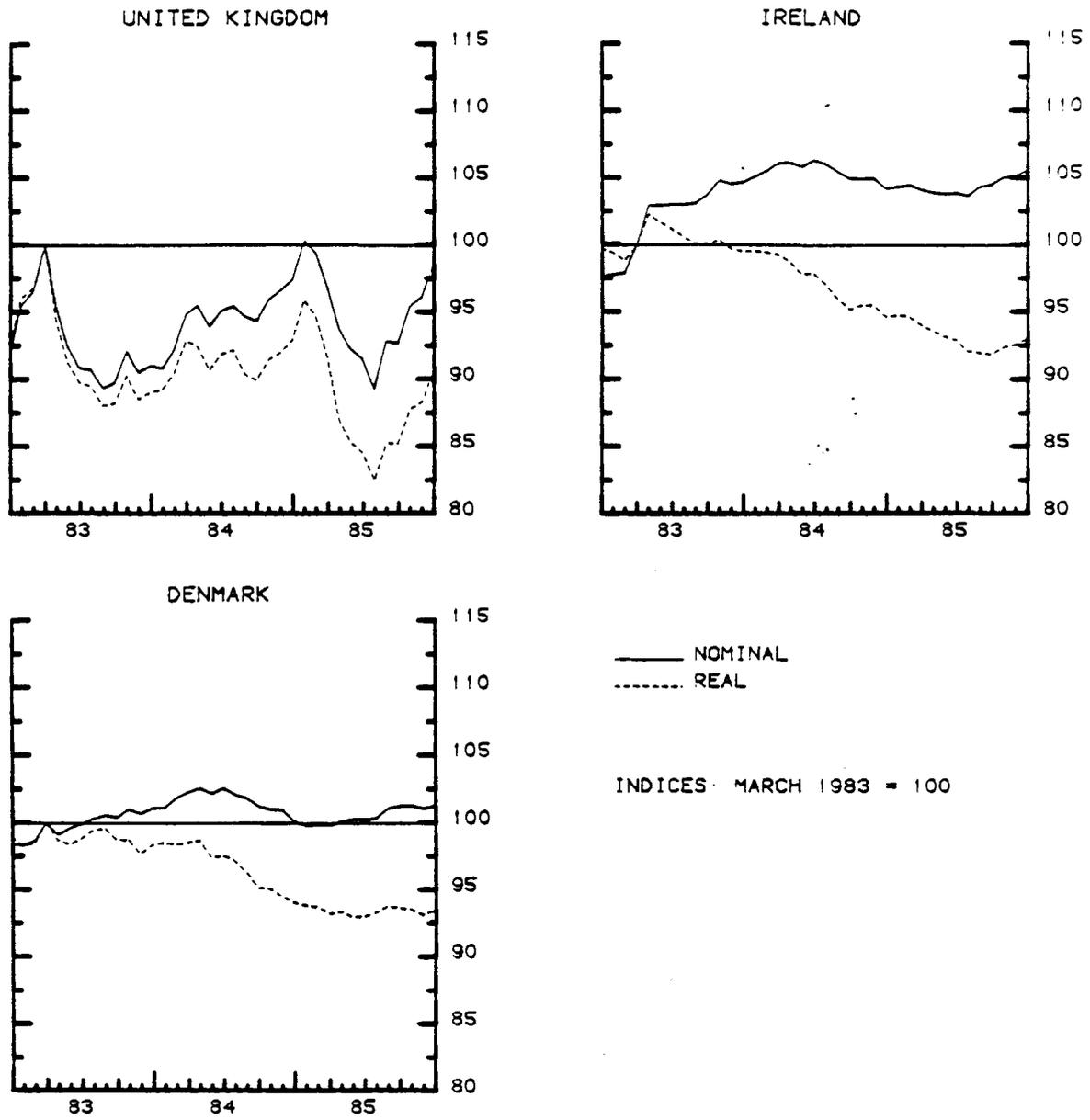


—— NOMINAL  
----- REAL

INDICES MARCH 1983 = 100

GRAPH 10

NOMINAL AND REAL BILATERAL EXCHANGE RATES AGAINST THE DM



GRAPH 11

NOMINAL AND REAL BILATERAL EXCHANGE RATES AGAINST THE DM

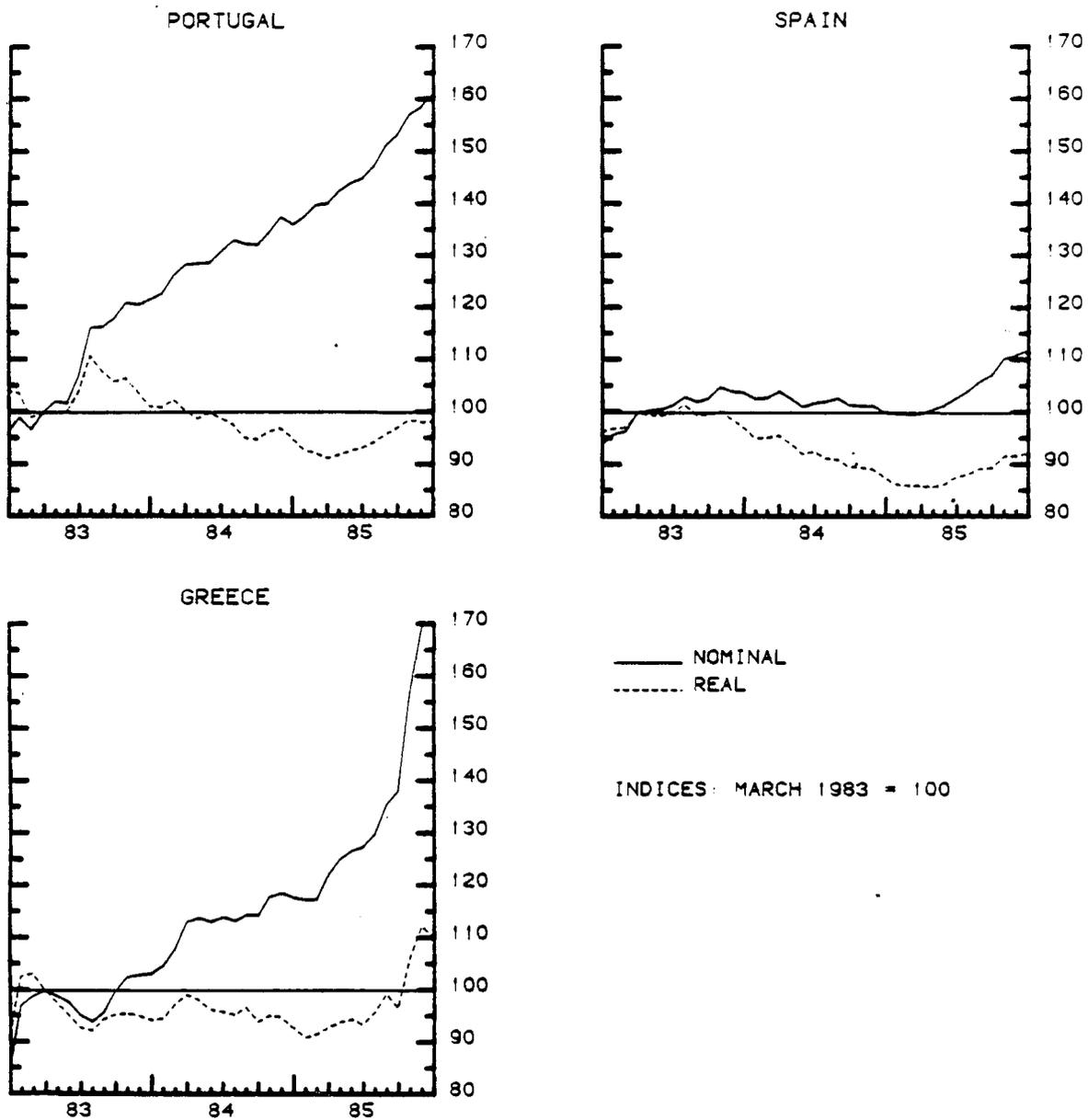


Table 12  
Current-account balances  
(in billions of US dollars)

	1979	1982	1983	1984	1985 <sup>1</sup>
Belgium .....	- 3.1	- 2.6	- 0.4	- 0.1	0.3
Denmark .....	- 3.0	- 2.3	- 1.2	- 1.6	- 2.2
France .....	5.1	- 12.1	- 5.2	- 0.9	0.8
Germany .....	- 6.1	3.3	4.2	6.0	13.1
Ireland .....	- 2.1	- 1.9	- 1.1	- 0.9	- 0.5
Italy .....	1.4	- 5.7	0.6	- 2.9	- 7.3
Netherlands .....	- 0.5	3.7	3.9	4.9	6.3
United Kingdom .....	- 1.5	8.1	4.7	1.3	4.6
Average <sup>2</sup> .....	- 1.2	- 1.2	0.7	0.7	1.9
Standard deviation .....	3.4	6.3	3.4	3.2	6.1
Coefficient of variation .....	2.8	5.2	4.9	4.5	3.2
Greece .....	- 1.9	- 1.9	- 1.9	- 2.1	- 3.0
Portugal .....	- 0.1	- 3.2	- 1.6	- 0.6	- 0.3
Spain .....	1.1	- 4.2	- 2.5	2.1	2.3

Sources: National data and definitions.

<sup>1</sup> OECD estimates, except for Denmark, Germany and the United Kingdom.

<sup>2</sup> Unweighted.