

PROCES-VERBAL*

DE LA CENT-TRENTE-TROISIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 AVRIL 1979 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de France et Président du Comité, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl et Rieke; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Breen; le Conseiller économique de la Banca d'Italia, M. Magnifico, accompagné par MM. Masera et Mazzinghi; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Mosca, Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; le Président du groupe d'experts, M. Heyvaert. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, 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 faisant part des excuses du Gouverneur Baffi qui a dû quitter Bâle prématurément et en demandant à M. Magnifico de redire au Gouverneur Baffi toute l'estime des Gouverneurs des banques centrales réunis à Bâle, et particulièrement ceux de la CEE, la sympathie que ces derniers lui portent et l'espoir qu'ils nourrissent de voir la malheureuse affaire se terminer bien et rapidement.

M. Magnifico remercie le Président des mots très aimables et des souhaits qu'il a exprimés à l'égard du Gouverneur Baffi et de la Banca d'Italia et indique qu'il sera très heureux de transmettre ce message au Gouverneur Baffi

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 8 mai 1979, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 132e séance

Le Président signale que le secrétariat a reçu une proposition d'amendement de caractère rédactionnel concernant une déclaration de M. Richardson à la page 8 du projet de procès-verbal; il constate qu'aucune autre remarque n'étant présentée par des membres, le procès-verbal de la 132e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité, étant entendu que la modification proposée sera insérée dans le texte définitif.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de mars et des premiers jours d'avril 1979: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du rapport du Comité aux Ministres des Finances de la CEE

A. Rapport succinct sur la concertation

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal; il signale en particulier les conséquences de l'évolution que la livre irlandaise a connue, suite à la forte appréciation de la livre sterling. Conformément à leur souhait, les autorités irlandaises ont en effet tâché de maintenir aussi longtemps que possible la relation fixe entre leur monnaie et la livre sterling; à cette fin, elles ont procédé à des interventions qui ont amené la livre irlandaise à son cours limite contre franc belge, plaçant ainsi la Banque Nationale de Belgique dans l'obligation de procéder à des interventions en sens opposé en livres irlandaises.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé.

B. Adoption du rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

Le Président invite M. Théron à faire part des résultats des discussions des Suppléants sur le rapport.

M. Théron indique:

1) Que les Suppléants recommandent aux Gouverneurs d'adopter le rapport dans la version mise au point par les experts. Le Comité entérine cette recommandation et adopte le rapport dans le texte annexé au présent procès-verbal, rapport qui, comme d'habitude, sera ensuite transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

2) Que les Suppléants ont examiné longuement les nouveaux graphiques qui ont été proposés par le secrétariat pour tenir compte de l'entrée en vigueur du système monétaire européen, et qu'ils suggèrent ce mois-ci d'annexer au rapport trois des quatre graphiques présentés en précisant qu'ils revêtent encore une forme provisoire susceptible de modifications et qu'un quatrième graphique sera ajouté sur l'évolution de l'Ecu par rapport aux principales monnaies tierces.

3) Que les Suppléants se sont penchés sur le problème de la concertation. Celle-ci a perdu progressivement son caractère initial d'échanges d'explications et de demandes d'autorisation pour certaines interventions sur les marchés des changes pour se limiter à des échanges d'informations entre cambistes. Au début avril, la Banque de France a suggéré de tenir chaque jour une concertation, à un niveau plus élevé. Cette périodicité a été jugée trop fréquente et les Suppléants sont convenus finalement de proposer aux Gouverneurs:

- que des instructions soient données aux cambistes participant à la concertation afin qu'ils soient plus prolixes notamment sur les motifs des interventions et qu'ils soient prêts à répondre aux demandes d'informations,
- qu'une concertation au niveau plus élevé des Directeurs des changes ait lieu périodiquement, normalement tous les jeudis, car les Conseils de plusieurs banques centrales se réunissent ce jour-là et il serait possible de la sorte de s'informer mutuellement et rapidement des mesures éventuellement prises,
- qu'une telle concertation à ce niveau se tienne lorsqu'une banque centrale le demande.

Le Président remercie M. Théron de son exposé et marque son accord personnel sur les propositions faites par les Suppléants en précisant, à propos de la concertation qui aurait lieu tous les jeudis à un niveau plus élevé, que si un Directeur des changes est absent ou empêché d'y participer, il devrait être remplacé par un responsable d'un rang plus élevé plutôt que d'un rang plus bas.

M. de Strycker souligne que la concertation est un sujet très important et qu'elle est encore plus essentielle avec le système monétaire européen qu'avec le "serpent", étant donné l'objectif ambitieux de ce système d'établir plus de stabilité dans les relations de change entre tous les pays de la CEE

et d'assurer un meilleur fonctionnement de la Communauté. Même si cet objectif ne peut pas être atteint uniquement au moyen de la coordination des politiques monétaires et de la concertation, celle-ci ne peut plus être qu'un simple échange d'informations; elle doit être un échange de vues, entre banques centrales, pour déterminer les politiques de change et d'intervention dans les marchés et elle doit répondre à la grande responsabilité que les banques centrales assument désormais, avec le SME, à l'égard de la Communauté et des Etats membres. Dans cet esprit, M. de Strycker souscrit pleinement aux suggestions des Suppléants, tout en précisant qu'elles ne sont pas suffisantes: la concertation doit être exercée principalement au sein du Comité des Gouverneurs, lors des séances mensuelles qui doivent permettre de confronter les vues sur les politiques que les Gouverneurs entendent suivre. Les interventions très importantes et parfois en sens opposés qui ont été mentionnées dans le rapport sur la concertation montrent l'utilité et la nécessité d'une information mutuelle préalable; elles amènent aussi à suggérer que les Gouverneurs des banques centrales qui ont entrepris des actions de cette ampleur donnent des explications sur ces actions et en particulier sur leurs motivations.

Le Président exprime, à titre personnel, son accord sur les remarques et suggestions formulées par M. de Strycker.

M. Richardson présente les considérations ci-après sur la situation récente au Royaume-Uni et les mesures monétaires qui ont été prises ces dernières semaines. Dans un contexte caractérisé par la hausse des prix du pétrole moins grave pour le Royaume-Uni du fait de ses ressources nationales et par une période préélectorale, il y a eu une certaine tension entre la manière de mener la politique monétaire interne et l'évolution de la position extérieure. L'objectif monétaire déclaré fixe une progression annuelle pour M3 de 8 à 12% et, sur la base des derniers chiffres disponibles, cette progression s'établissait à 10% en février. Toutefois, en dépit de ventes importantes de titres, la croissance monétaire a tendance à se situer dans la partie supérieure de la fourchette sous l'effet de dégrèvements fiscaux intervenus en janvier et d'un développement plus fort que prévu des crédits bancaires. L'évolution récente des agrégats monétaires exhorte donc à une certaine prudence d'autant que le respect de l'objectif monétaire reste un élément important dans la lutte contre l'inflation. Le niveau élevé maintenu pour les taux d'intérêt répondait aux impératifs internes mais, en accentuant les afflux de capitaux, il a fini par mettre quelque peu en péril les objectifs monétaires.

Diverses mesures ont été prises en conséquence qui, en tenant compte de l'absence d'un véritable budget, ont porté principalement sur une prolongation technique de trois mois des dépôts spéciaux supplémentaires, une réduction de 13 à 12% du "minimum lending rate", de nouvelles émissions de titres d'Etat qui auront surtout un effet modérateur sur la croissance monétaire en mai et juin, un changement de la tactique sur le marché des changes pour réduire le volume des entrées de capitaux.

M. Murray indique qu'il a écouté avec intérêt le rapport de M. Heyvaert et les remarques de ce dernier sur les mouvements de la livre irlandaise. Il ne propose pas d'ajouter d'autres commentaires à ce stade étant donné que, lors de la réunion du groupe "concertation" lundi, le représentant de la Central Bank of Ireland a fourni des explications détaillées qui ont semblé satisfaire les banques centrales de la CEE puisque la question de la livre irlandaise n'a pas été rediscutée au niveau des Suppléants.

M. Ortoli partage entièrement le point de vue présenté par M. de Strycker; celui-ci a demandé que les Gouverneurs d'une part discutent les événements passés et les politiques menées ou envisagées, d'autre part agissent pour assurer une concertation plus active et à un niveau plus élevé. M. Ortoli rappelle qu'il a déjà proposé ici même une concertation hebdomadaire à haut niveau et qu'il estime indispensable que les Gouverneurs, même en l'absence de difficultés ou de tensions, tiennent des débats mensuels et approfondis afin de développer une problématique et une habitude de discuter des politiques menées ou envisagées.

M. Emminger marque son plein accord avec les suggestions de M. de Strycker, notamment en ce qui concerne les séances mensuelles du Comité des Gouverneurs qui devraient être l'occasion d'échanges non seulement d'informations mais surtout de vues et d'opinions. Il rappelle qu'en mars, plus encore que durant les mois précédents, des pressions se sont exercées à la hausse sur le dollar et à la baisse sur le deutsche mark. La Bundesbank et la "Federal de New York ont été d'accord pour régulariser et modérer le mouvement ascensionnel du dollar au moyen d'interventions sur le marché qui ont permis aussi à la "Federal" d'acquiescer des deutsche marks et de rembourser pour une grande partie ses dettes dans le cadre des swaps; l'encours de ceux-ci n'est plus que d'environ 1 milliard de dollars, tandis que le swap avec la Trésorerie américaine a été complètement remboursé depuis quelque temps déjà. Venant après les afflux importants de 1978, ces sorties de devises ont été jugées opportunes et bienvenues; elles ont toutefois entraîné une ponction de liquidités forte

et subite qui a dû être quelque peu compensée et atténuée.

Les autorités allemandes et américaines ont estimé correct de freiner l'appréciation du dollar et la dépréciation du deutsche mark (celle-ci ayant déjà atteint 4% depuis le début de 1979). En effet, d'une part la hausse du dollar se répercute sur les prix à l'importation ce qui est gênant non seulement pour l'Allemagne mais pour les autres pays européens dont les réactions ont d'ailleurs été analogues, d'autre part les Etats-Unis eux-mêmes ne savent pas si la hausse de leur monnaie sera durable, et on peut craindre une évolution en dents de scie et un renversement brutal dans quelques mois si on ne modère pas le mouvement. Une forte proportion des mouvements de devises est imputable à la liquidation de positions spéculatives et de "leads and lags" et s'est reflétée dans les engagements des banques à l'égard de l'étranger qui ont augmenté de 14,5 milliards de deutsche marks au 4e trimestre 1978 et ont diminué de 11 milliards au cours du premier trimestre 1979.

M. Emminger conclut en indiquant que les autorités américaines ont été cette fois-ci les plus actives pour opérer ce reflux de capitaux, mais elles l'ont fait en plein accord avec les autorités allemandes.

M. de Strycker fait remarquer que même si la politique d'intervention de la Bundesbank visant à régulariser l'évolution du cours du dollar et à éponger les liquidités en Allemagne apparaît judicieuse, il y aurait peut-être intérêt à l'avenir de débattre de politiques de ce genre entre les Gouverneurs de la CEE et pas seulement avec les autorités américaines, car tous les Etats membres sont concernés par la position relative du dollar par rapport aux monnaies communautaires et notamment la plus importante d'entre elles. Il demande en outre si la Bundesbank et la "Federal" de New York vont continuer leurs actions de ventes de dollars par la première et d'achats de marks par la seconde, nonobstant le fait que les dettes en marks de la "Federal" sont presque entièrement remboursées - ce qui fait disparaître une des raisons principales de ces achats. On peut en effet s'interroger sur la justification de poursuivre de telles actions dans les semaines à venir et sur les effets que ces actions pourraient avoir sur le SME.

M. Emminger se déclare entièrement disposé à s'entretenir de l'avenir; il souligne cependant la difficulté de faire des prévisions, en mentionnant qu'en mars rien ne permettait d'escompter ce qui s'est passé durant les semaines suivantes.

Il n'est donc pas possible de préciser si la liquidation des positions spéculatives va se poursuivre au même rythme mais on peut dire, d'une part que

si la hausse du dollar devait continuer, la Bundesbank continuerait à agir prudemment pour régulariser ce mouvement, d'autre part que les Etats-Unis, après le quasi-remboursement de leurs dettes en marks paraissent intéressés à racheter les DTS vendus à l'Allemagne et même dans un stade ultérieur à réduire leur endettement au titre des Accords généraux d'Emprunt. On s'attend en effet, du côté américain, à un retournement de l'évolution du dollar et, dans cette perspective, on tâche de se constituer des munitions en vue d'interventions "tous azimuts".

M. Magnifico indique que la Banca d'Italia est d'accord pour renforcer les procédures de concertation selon les lignes exposées par M. Théron, étant entendu toutefois qu'un tel renforcement ne devrait pas entraîner une réduction des options qui sont ouvertes aux banques centrales en matière d'interventions tant que ces options ne sont pas incompatibles avec la lettre, l'esprit et le bon fonctionnement du SME. Les interventions de la Banca d'Italia au cours des dernières semaines ont été liées dans une large mesure aux entrées de capitaux à court terme qui elles-mêmes tenaient principalement à deux causes: la tendance des résidents à se financer en monnaies étrangères du fait que les plafonds appliqués aux crédits bancaires en lires étaient atteints et le différentiel des taux d'intérêt entre l'Italie et l'extérieur. Les autorités italiennes se trouvent confrontées au dilemme suivant: pour freiner les afflux de capitaux, qui sont gênants pour le contrôle de la liquidité interne, les taux d'intérêt devraient être abaissés, ce qui n'est pas possible dans une situation où on prévoit une accélération de l'inflation qui nécessiterait plutôt un relèvement des taux. Une autre méthode consistant à laisser le taux de la lire s'apprécier serait peu justifiée à moyen terme, étant donné que l'évolution des variables économiques fondamentales est défavorable à l'Italie. L'application de contrôles administratifs aux entrées de capitaux n'apparaît pas non plus judicieux et si celles-ci devaient se poursuivre on reconsidérerait l'ensemble de la question et notamment le fonctionnement des plafonds imposés à l'expansion des crédits bancaires, plafonds qui vont être étendus en liaison, en particulier, avec les négociations salariales importantes qui sont en cours.

Le Président revient sur les propos de M. Emminger qui a mis en relief le problème important de la politique des banques centrales de la CEE à l'égard du dollar, problème qui a plusieurs aspects qui ne sont pas nécessairement contradictoires ni d'ailleurs automatiquement conciliables. Parmi ces aspects ont été cités:

- la volonté des Etats-Unis de se désendetter et même de se constituer des réserves pour l'avenir,
- la politique monétaire interne de la République fédérale d'Allemagne,
- l'intérêt de tous les Etats membres à éviter une hausse trop brutale, trop forte et trop permanente du dollar.

Le Président estime qu'à la lumière de ces différents aspects, la politique d'intervention de la Bundesbank a été correcte et il constate que les Gouverneurs partagent cet avis. Il invite ces derniers à revenir sur deux événements qui se sont produits au sein du SME durant le premier mois de fonctionnement, à savoir le décrochage de la livre irlandaise par rapport à la livre sterling, la mise en opposition du franc belge et de la couronne danoise sans qu'il y ait eu préalablement franchissement d'un seuil de divergence.

M. Murray rappelle qu'il a déjà indiqué en décembre 1978 que l'Irlande considèrerait que les obligations acceptées dans le cadre du SME sont prépondérantes et que la relation fixe avec la livre sterling ne serait maintenue qu'autant qu'elle ne serait pas contradictoire avec les règles du SME. La poursuite de ce double objectif de change était, dans une large mesure, en dehors du contrôle des autorités irlandaises et n'a pu durer longtemps.

En effet, le 30 mars, la livre irlandaise a atteint son cours limite supérieur contre franc belge et après quelques incertitudes et une fermeture du marché durant douze minutes, les cotations ont été reprises sur la base de cours administrés vis-à-vis de la livre sterling qui ont ramené la livre irlandaise légèrement en deçà de la limite contre franc belge. Cette méthode de cours administrés ne sera appliquée que temporairement, en attendant que le marché des changes se développe en Irlande.

M. Murray rappelle que, pour la majorité des Irlandais, le cours de change décisif est celui contre livre sterling et pas celui contre les monnaies des partenaires du SME, le fait que plus de 50% du commerce extérieur est réalisé avec le Royaume-Uni et que la relation fixe entre les deux livres a existé pendant 150 ans expliquent cette attitude. Tout en réaffirmant l'engagement ferme de la Central Bank of Ireland à l'égard du SME, il se demande quels sont les problèmes de politique que pourrait affronter le gouvernement irlandais si l'écart entre les deux livres devait se creuser et persister.

M. de Strycker attire l'attention des membres sur la situation un peu spéciale dans le SME où deux monnaies, le franc belge et la couronne danoise, sont pratiquement en opposition sans que, ni l'une ni l'autre, n'ait atteint son seuil de divergence. Cette situation est intéressante comme expérience du

fonctionnement du système et notamment de l'indicateur de divergence; elle reflète évidemment la force relative de la couronne danoise et la faiblesse relative du franc belge, mais elle aurait pu être très différente si d'autres banques centrales de la CEE avaient adopté d'autres comportements sur le marché des changes. Par exemple si la Bundesbank avait laissé le dollar s'apprécier davantage et partant le deutsche mark se déprécier davantage, celui-ci serait peut-être la monnaie en opposition avec la couronne danoise. Un tel exemple montre clairement que la politique à l'égard du dollar menée par les banques centrales n'est pas indifférente pour les partenaires et pour les positions respectives des monnaies dans le SME et que, par conséquent, elle devrait faire l'objet d'une concertation entre les participants au système.

L'opposition entre le franc belge et la couronne danoise aurait pu être évitée si, à l'instar de la Banca d'Italia et de la Bank of England, la Danmarks Nationalbank avait affaibli quelque peu sa monnaie en achetant des dollars (la Banque Nationale de Belgique aurait pu aussi vendre des dollars); mais la solution véritable ne tient pas dans les interventions car la force relative de la couronne danoise est due essentiellement au niveau élevé des taux d'intérêt qui continuent d'attirer des capitaux d'une manière substantielle. Ce n'est pas la première fois qu'une telle remarque est faite à propos de la politique monétaire danoise et des taux d'intérêt au Danemark qui sont déphasés par rapport aux taux en vigueur dans les autres pays de la CEE.

M. Hoffmeyer précise que ce n'est que depuis fin mars que les autorités monétaires danoises ont recouvré une certaine liberté d'action qui avait été sensiblement réduite, comme cela a été mentionné en février, par une situation politique et sociale particulièrement difficile. Il n'en demeure pas moins que le déficit des paiements courants avec 2,5 à 3% du PNB ainsi que le déficit du budget central sont encore trop élevés; ils traduisent une insuffisance de l'épargne au Danemark qui rend nécessaire le maintien de taux d'intérêt élevés.

En ce qui concerne ces derniers, une distinction très nette doit être faite entre, d'une part les taux à court terme qui sont dans une large mesure administrés et qui ont été abaissés d'une manière appréciable depuis l'an dernier en vue notamment d'exercer un effet sur les cours de change; d'autre part les taux à long terme qui selon la politique menée depuis plusieurs années doivent refléter les tensions existant dans l'économie. Dans ce domaine, les restrictions appliquées en février aux ventes de titres du gouvernement n'ont

pas eu un grand effet car les étrangers ont acheté d'autres titres à long terme. Si les autorités danoises ne sont pas prêtes à réduire les taux à long terme au prix d'une augmentation des liquidités dans l'économie, elles sont disposées en revanche à intervenir davantage en dollars sur le marché des changes afin d'atténuer les tensions au sein du SME, mais elles tiennent à rappeler que de telles interventions ne sont pas conformes aux règles du système.

M. de Strycker indique que c'est précisément en concertation qu'on peut exprimer une préférence pour un type d'intervention déterminé et qu'actuellement la Banque Nationale de Belgique préférerait que la Danmarks Nationalbank intervienne davantage en dollars en vue d'éviter d'acculer le franc belge à son point limite inférieur. Il ajoute qu'il est très heureux d'entendre que M. Hoffmeyer est prêt à agir de la sorte.

Le Président note la préférence pour des interventions en dollars exprimée par M. de Strycker ainsi que le rappel de M. Hoffmeyer quant à la priorité à donner aux interventions en monnaies communautaires. Il souligne d'une part qu'il s'agit-là d'un point à propos duquel les autorités américaines ont manifesté le plus de préoccupation, d'autre part que le précédent du "serpent" - où les interventions en monnaies communautaires après avoir été la règle ont été de plus en plus supplantées par des interventions en dollars - montre qu'il est très important, au début du SME, que la priorité soit donnée aux interventions en monnaies communautaires. Certes, les accords n'excluent pas les interventions en dollars et le Président pense que la Banque Nationale de Belgique et la Danmarks Nationalbank trouveront un compromis honorable en matière d'interventions entre les préoccupations et les préférences qu'elles ont exprimées.

M. de Strycker tient à rappeler que les interventions les plus importantes qui ont été faites au cours des dernières semaines par les banques centrales de la CEE ont été faites en dollars.

En réponse à une question de M. Jaans sur l'éventualité et la possibilité d'imposer au Danemark des restrictions sur l'achat par des étrangers de valeurs mobilières autres que les titres gouvernementaux, M. Hoffmeyer précise qu'une telle action constituerait une mesure rigoureuse en contradiction avec les engagements pris dans le cadre de la CEE et de l'OCDE. Il ajoute que le gouvernement n'a certainement pas eu la possibilité récemment de se pencher sur des mesures de ce genre et qu'il existe peut-être d'autres formules possibles.

Le Président conclut la discussion de ce point II de l'ordre du jour:

- en soulignant l'utilité d'avoir à l'avenir des débats de ce genre sur la base du rapport de la concertation et des réflexions des Suppléants,
- en rappelant qu'en matière de procédure, le Comité a adopté la proposition des Suppléants selon laquelle chaque jeudi, en fin de journée, une concertation aura lieu à un niveau plus élevé que les concertations habituelles quotidiennes et que, pour celles-ci, les cambistes sont invités à un peu plus de prolixité.

III. Echange de vues sur la mise en oeuvre des différents éléments du système monétaire européen, notamment à la lumière d'un rapport intérimaire sur les discussions avec l'Internal Revenue Service des Etats-Unis, rapport qui sera distribué avant la séance

Le Président ouvre l'échange de vues en proposant au Comité d'inviter l'Agent à participer au débat, c'est-à-dire, le Directeur Général de la BRI, M. Larre, et le Conseiller Juridique, M. Klein, et en demandant à M. Théron de faire part des résultats de la discussion des Suppléants sur cette question.

M. Théron rappelle que tous les participants à la séance du Comité ont reçu une note de l'Agent sur le statut fiscal des actifs de réserve en dollars EU déposés aux Etats-Unis et cédés au FECOM. En effet, certaines banques centrales n'ont été en mesure d'apporter au FECOM que 2 à 4% de leurs avoirs en dollars, au lieu des 20% fixés, du fait qu'elles ne pouvaient pas faire la totalité de leurs apports en actifs susceptibles d'être détaxés aux Etats-Unis. L'Agent a pris contact avec les autorités américaines pour obtenir l'autorisation que le FECOM détienne, comme les banques centrales, des avoirs en dollars non taxables aux Etats-Unis. Une telle autorisation exige une demande formelle et des délais certainement assez longs; aussi en attendant, la BRI a-t-elle imaginé de faire des swaps entre des valeurs en dollars non taxables qu'elle a dans son portefeuille et des valeurs susceptibles d'être taxées que lui remettraient les banques centrales concernées. Les autorités américaines ont fait savoir officieusement à l'Agent qu'à leur avis il n'y avait pas lieu, pour des opérations de ce genre, à consultations préalables de l'Internal Revenue Service et les Suppléants concernés ont déclaré que leurs banques centrales étaient prêtes à faire ces opérations sous réserve du règlement de

détails pratiques avec la BRI qui devrait avoir lieu durant les présentes réunions de Bâle.

M. Emminger précise à propos des opérations de swap envisagées, que les actifs déposés aux Etats-Unis par les banques centrales ne sont évidemment pas taxables tant qu'ils restent la propriété de celles-ci. Il demande si l'avis officieux donné par les autorités sur ces opérations émane de la "Federal" ou de la Trésorerie.

M. Larre indique que les contacts avec les autorités américaines ont été noués principalement avec MM. Wallich, Volcker et Oltman, Conseiller Juridique de la "Federal" de New York. Les autorités de celle-ci ont déclaré que la procédure envisagée pour les apports au FECOM était acceptable par elles et qu'après avoir consulté l'IRS, il est apparu qu'en tant qu'Agent chargé de retenir les taxes à la source, la "Federal" n'aurait aucune obligation de caractère fiscal sur les opérations envisagées et même prendrait l'entière responsabilité de l'exonération fiscale. Ainsi, par exemple, si par un hasard très improbable, un agent de l'IRS venait à réclamer une taxe, la responsabilité de la "Federal" de New York serait seule engagée et, par conséquent, ni la responsabilité des banques centrales, ni celles du FECOM ou de la BRI ne seraient en jeu.

M. Klein indique que ses conversations avec M. Oltman, lequel a pris contact avec divers juristes spécialisés dans le domaine fiscal à la Trésorerie et ailleurs, ont abouti aux conclusions mentionnées par M. Larre, notamment à celle de ne pas consulter l'IRS pour obtenir une décision ou "ruling".

M. Larre ajoute qu'en ce qui concerne l'avenir, la BRI a reçu un mandat du Comité des Gouverneurs pour entreprendre les démarches nécessaires en vue d'obtenir l'exonération du FECOM en tant que tel, c'est-à-dire pour les opérations qu'il pourrait faire dans les deux ans à venir avec les banques centrales de la CEE, opérations portant sur des actifs de différentes origines, y compris ceux détenus aux Etats-Unis. En exécution de ce mandat, la BRI a établi une note décrivant le FECOM, son statut juridique et les opérations envisagées, qu'elle a envoyée à M. Oltman pour préparer une demande de "ruling" de l'Internal Revenue Service. La BRI a précisé que les autorités américaines ne devraient pas exonérer le FECOM pour les deux ans à venir en se fondant sur le fait qu'il s'agit d'opérations fictives, car cette argumentation pourrait se retourner contre la CEE dans deux ou trois ans lorsqu'on passera à des opérations plus réelles. La "Federal" de New York devrait transmettre prochainement cette demande de "ruling" et la BRI la soumettra aux Gouverneurs de la CEE pour que ceux-ci

se prononcent sur l'argumentation utilisée. On peut concevoir un double sort à une telle requête:

- soit, hypothèse peu probable mais pas à exclure complètement, l'IRS se jugera en mesure de prendre un "ruling" et considérant que le FECOM étant une émanation des banques centrales, il décidera, dans un délai peut-être de 2 ou 3 mois, de lui accorder l'exonération fiscale,
- soit, l'IRS estime qu'une telle décision dépasse ses compétences et que seul le Congrès peut se prononcer; dans ce cas, la décision exigera peut-être un délai de 2 ou 3 ans et on ne peut savoir si elle sera positive ou négative.

M. de Strycker se demande s'il est très opportun de poursuivre les démarches visant à obtenir l'exonération fiscale pour le FECOM étant donné que dans deux ans le Fonds monétaire européen sera différent du FECOM et que dans l'immédiat il existe une solution à travers la BRI; les démarches pourraient être reprises lorsque le FME sera créé.

Le Président invite les membres du Comité à donner leur sentiment sur la suggestion de M. de Strycker.

M. Zijlstra pense qu'il est préférable de poursuivre les démarches car il craint qu'en les suspendant on risque de créer pour l'avenir des problèmes plus difficiles avec les autorités américaines.

M. Ortoli partage l'avis de M. Zijlstra; il suggère que les Suppléants réexaminent la question avec la BRI et pense qu'on peut probablement lancer une procédure qui puisse couvrir à la fois le FECOM et un éventuel successeur de ce dernier.

M. Emminger se rallie également à l'avis exprimé par MM. Zijlstra et Ortoli.

M. de Strycker estime que les autorités américaines sont parfaitement au courant, d'une part du caractère transitoire du système monétaire européen et de la solution provisoire envisagée pour les apports au FECOM, solution à laquelle il n'objecte pas; d'autre part du fait que dans deux ans ce système doit se transformer, notamment par la création d'un Fonds monétaire européen dont le statut à ce stade ne peut pas être précisé. Dans ces conditions, il pense qu'en interrompant la procédure engagée, on éviterait de devoir recommencer dans deux ans une nouvelle procédure.

M. Larre considère qu'il serait imprudent d'interrompre la procédure engagée. En effet, soit elle aboutit à l'exonération fiscale du FECOM, et alors il est probable que par analogie cette exonération sera étendue, le moment venu, au nouveau Fonds monétaire européen, soit elle nécessite de longs délais de 1 à 2 ans qui reporterait alors l'horizon de 1980 à 1981 ou même 1982, soit elle fait apparaître de grandes difficultés pour lesquelles il faudrait alors envisager des démarches diplomatiques ou des interventions politiques exigeant elles-mêmes de longs délais.

Le Président propose que le Comité attende la séance de mai pour décider si la procédure est poursuivie ou suspendue étant donné que, comme l'a indiqué M. Larre, les Gouverneurs devraient pouvoir alors se prononcer sur la base de la demande officielle d'exonération, accompagnée de ses motivations.

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

IV. Examen de la situation économique et monétaire dans la Communauté sur la base des données de la 118e série de documents de travail

Le Président indique que, compte tenu de l'heure avancée, il propose d'aborder ce point essentiellement sous l'angle de la procédure. Il rappelle que lors de leur dîner de lundi soir, les Gouverneurs ont engagé un débat, à l'initiative de M. Zijlstra et à la suite d'un exposé très intéressant de M. Ortoli, qui a montré que tous les Gouverneurs sont d'accord pour reconnaître que le succès du SME reposera sur une coordination de plus en plus poussée des politiques économiques en général et, dans ce cadre, des politiques monétaires. La coordination de ces dernières constituera donc un point très important de l'ordre du jour des séances du Comité dans les mois à venir, et le Président invite M. Ortoli à fournir quelques indications sur les propositions qu'il compte présenter prochainement dans ce domaine au nom de la Commission.

M. Ortoli indique qu'il a présenté le problème général de la convergence devant le dernier Conseil européen et qu'il a été convenu que le Conseil des Ministres des Finances, probablement à sa session du 14 mai 1979, se pencherait sur la coordination des politiques économiques en général et des politiques monétaires. La coordination des politiques, quels que soient les domaines couverts par celles-ci, requiert que les Etats membres aient la possibilité de présenter des remarques, de dialoguer entre eux et le cas échéant d'influencer les décisions

nationales qui ont des effets sur les partenaires. Dans le domaine budgétaire et fiscal, l'intention est de donner plus de sérieux et de poids à la notion d'orientation et de dépasser le cadre proprement budgétaire pour couvrir l'ensemble du secteur public. En matière de comportement des agents économiques et en particulier de la politique des revenus, les réflexions de la Commission seront plus limitées car les moyens d'action manquent et l'impact reste relativement faible. Dans le domaine de la coordination des politiques monétaires, le document de la Commission devrait être bref et devrait reprendre schématiquement des idées déjà présentées. Cette coordination qui est en premier chef la responsabilité du Comité des Gouverneurs et qui se développe aussi dans le Comité monétaire, devrait comporter:

- une concertation en matière d'interventions sur les marchés des changes pour laquelle les Gouverneurs ont arrêté les procédures,
- des contacts préalables de la Commission avec les autorités des Etats membres en vue de la fixation des grands objectifs monétaires,
- une concertation en matière de politiques des taux d'intérêt menée d'une manière pratique en tenant compte de l'importance de ces politiques pour le SME et de la nécessité de les traiter comme des affaires d'intérêt commun.

La Commission envisage également de soumettre une réflexion sur l'adéquation des instruments nationaux des politiques monétaires au fait nouveau du SME et de ses contraintes différentes du "serpent". Enfin, elle suggérera que le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire procèdent périodiquement à une appréciation des politiques en cours d'application par rapport aux objectifs définis et à leur compatibilité avec le SME tel qu'il fonctionne.

Le Président souhaite qu'en mai, le Comité tienne un débat approfondi sur la coordination des politiques monétaires et engage une réflexion sur les instruments.

Il propose que, parallèlement au rapport du "Groupe Bastiaanse", M. Lamfalussy fasse le point analytique de la politique monétaire de chaque pays de la CEE.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 8 mai 1979 à 10 heures.

10 avril 1979

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

MARS 1979

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation* et les interventions de celles-ci durant le mois de mars et les premiers jours d'avril 1979.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

La mise en oeuvre, le 13 mars, du système monétaire européen (SME), un certain reflux de capitaux vers le dollar EU et les effets, parfois très sensibles, de l'appréciation du marché sur la plus ou moins grande vulnérabilité des différentes économies nationales face à la majoration du prix du pétrole constituent les principaux traits qui ont marqué les marchés des changes durant le mois écoulé.

Les mouvements à caractère spéculatif que l'on pouvait encore prévoir à l'occasion de l'entrée en vigueur du nouveau système de change européen ont été, somme toute, limités à la fois dans le temps et dans leur étendue.

Pendant la période qui a précédé la mise en oeuvre du système monétaire européen, la position respective des quatre monnaies constituant le "serpent" ne s'est pas modifiée sensiblement, exception faite de la couronne danoise dont le recul, observé déjà fin février, s'est poursuivi. La largeur du "serpent" a ainsi été ramenée à un peu plus de 1% seulement, la couronne danoise et le florin se trouvant à l'opposé du franc belge. Le mark est demeuré dans une situation médiane, un peu plus proche néanmoins des deux premières monnaies.

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

La lire italienne et le franc français ont suivi une évolution parallèle à celle des monnaies du "serpent". Mais, alors que la Banca d'Italia a été en mesure de procéder à des achats de dollars, la Banque de France a, au contraire, acheté des francs français contre marks allemands, durant quelques jours, en vue de stabiliser le cours du franc vis-à-vis de l'ensemble des monnaies du "serpent". Quant à la livre irlandaise, elle a été entraînée à la hausse par la livre sterling qui a progressé vigoureusement sur tous les marchés, nonobstant d'importantes acquisitions de dollars par la Bank of England et la réduction du "minimum lending rate" de 14 à 13% le 1er mars.

Les cours-pivots de l'Ecu par rapport aux monnaies participant au système monétaire européen et une grille correspondante de parités ou cours-pivots bilatéraux, ont été fixés avec effet au 13 mars. Ces cours ont été calculés en tenant compte, d'une part, pour les monnaies du "serpent", de leurs cours-pivots bilatéraux réciproques existants; d'autre part, pour les trois autres monnaies, de leurs cours dans le marché. Les écarts relevés, dès le départ, entre les cours de l'Ecu résultant des données du marché et ses cours-pivots étaient peu importants.

Seuls, l'indicateur de divergence du franc belge et celui, en sens opposé, de la couronne danoise atteignaient un degré notable.

Les jours suivants, tandis que plusieurs monnaies participantes évoluaient de façon parallèle, la couronne danoise, suivie peu après par la lire italienne, s'est raffermie rapidement. La livre irlandaise, après s'être repliée sensiblement pendant quelques jours, a fait de même. En fin de mois, toutes trois se situaient dans la partie supérieure de la bande communautaire, nettement séparées des quatre autres monnaies. L'écart entre elles et le franc belge s'est accru jusqu'à 2,25%, en dépit de certains achats de dollars effectués par la Danmarks Nationalbank. La lire, qui bénéficie d'une marge de fluctuation plus large, poursuivait encore quelque peu son avance. Le 30 mars, la hausse rapide et importante de la livre sterling à laquelle la livre irlandaise était traditionnellement liée à la parité 1/1, a amené les autorités irlandaises à abandonner celle-ci pour éviter le dépassement de la marge de 2,25% dans le système monétaire européen. Par la suite, la Central Bank of Ireland a commencé de régulariser le cours de change de la livre irlandaise à l'intérieur de la marge SME à titre transitoire en attendant que le marché des changes irlandais se développe. Depuis le 30 mars, le cours de la livre irlandaise a été maintenu proche de la limite supérieure de la bande SME, en vue de modérer autant que possible les effets perturbateurs de la rupture du lien avec la livre sterling.

Quant au florin et au franc français, ils se sont maintenus au milieu de la bande, précédant d'une courte distance le mark allemand. Le franc français a bénéficié de la liquidation des positions à la baisse prises à la veille de la mise en oeuvre du système monétaire européen, de sorte que la Banque de France a pu racheter une partie des devises qu'elle avait cédée auparavant. De son côté, le mark a bénéficié d'achats substantiels effectués par plusieurs banques centrales et d'un relèvement des taux d'intérêt appliqués par la Deutsche Bundesbank.

Ces mouvements se sont reflétés dans l'évolution des cours de l'Ecu. Vis-à-vis du franc belge, du florin, du franc français et du mark, l'Ecu renchérit alors qu'à l'égard des autres monnaies, il se déprécie. Fin mars, aucune des divergences constatées n'était proche des maxima permis. Les plus importantes d'entre elles traduisaient d'une part, la hausse de la couronne danoise et de la livre irlandaise, d'autre part, la baisse du franc belge. Pour les deux premières de ces monnaies, la déviation se situait à moins des deux tiers du seuil fixé, pour la troisième, aux trois quarts. Les indicateurs de divergence des autres monnaies faisaient apparaître des écarts plus réduits ou, dans le cas du florin et du franc français, quasi nuls.

Le renversement de tendance qui s'était amorcé en faveur du dollar EU au début de novembre 1978 et qui, depuis lors, avait connu des périodes alternées de progrès et de recul, s'est manifesté cette fois de façon relativement nette. Certes, l'avance que les cours de la monnaie américaine ont enregistrée sur la plupart des places en mars est, à quelques exceptions près, loin d'être importante. Il faut tenir compte cependant du fait que pour la première fois depuis longtemps, certaines banques centrales ont été amenées à vendre des montants très substantiels de dollars. Cette amélioration du dollar EU s'est pourtant développée dans le contexte, peu favorable, d'un taux d'inflation qui demeure élevé aux Etats-Unis et malgré un renchérissement sensible du pétrole brut. Elle trouve son origine dans une réduction du déficit de la balance commerciale américaine et surtout dans un différentiel d'intérêt très favorable dans l'ensemble, dont l'impact a pu se faire sentir davantage à un moment où les perspectives de gain de change sur les monnaies fortes paraissaient moins sûres à court terme.

D'abord assez hésitante, la hausse du dollar EU s'est accentuée durant les derniers jours de mars. C'est surtout vis-à-vis des monnaies à l'égard desquelles le dollar avait reculé le plus l'an passé qu'elle a été la plus vigoureuse: plus de 3,5% par rapport au yen, 1,5% en termes de franc suisse

et près de 1% en mark. Cependant, vis-à-vis du dollar canadien ainsi que des livres irlandaise et anglaise, lesquelles ont également tiré profit de taux d'intérêt élevés, le dollar EU s'inscrit en baisse. Par rapport à l'Ecu, sa progression est limitée par la bonne tenue des deux livres et, dans une moindre mesure, par celle de la lire italienne: elle ne dépasse pas 3/8% depuis fin février.

Le dollar canadien a amorcé une forte reprise en mars, renversant la tendance à la baisse qui persistait depuis plusieurs mois: son cours s'est apprécié de près de 3% vis-à-vis du dollar EU. Un intérêt renouvelé de la part des étrangers dans les avoirs en dollars canadiens et la conversion par des Canadiens du produit d'emprunts en monnaies étrangères figurent parmi les principaux facteurs de cette appréciation. La campagne pour les élections fédérales qui a débuté en mars ne semble pas avoir eu d'impact significatif sur le marché des changes.

La livre sterling a largement bénéficié de la moindre dépendance du Royaume-Uni en matière d'importations de pétrole, ainsi que de la réaction du marché à la nouvelle d'élections générales. Elle progresse de 2 1/4% à l'égard du dollar EU, bien que la Bank of England ait freiné la hausse en procédant à des interventions à l'achat de dollars parfois très importantes, tout en allégeant la contrainte de dépôts spéciaux à effectuer par les banques en fonction de certains de leurs engagements.

Le taux effectif de la livre, calculé par la Bank of England, est ainsi remonté de 64,31 fin février à 66,41 fin mars, soit au niveau le plus élevé depuis un peu plus d'un an.

Le renchérissement du pétrole a, au contraire, exercé une profonde influence à la baisse sur le yen. Le Japon dépend en effet très fortement des approvisionnements étrangers pour la fourniture d'énergie. Le reflux de capitaux qui s'était déjà amorcé précédemment s'est accéléré brutalement. La perspective d'une réduction du surplus commercial du Japon a contribué à accroître encore davantage le repli du yen. Les appréhensions qui sont apparues à l'égard de ce dernier ont entraîné des modifications dans les délais de paiements. Pas plus que l'allègement apporté en février aux restrictions aux entrées de capitaux, les interventions massives de la Banque du Japon n'ont pu, en mars, arrêter le mouvement. Vis-à-vis du dollar, le yen a perdu 7% depuis le début de cette année et 16% depuis fin octobre 1978, juste avant l'annonce des mesures américaines.

Le franc suisse a subi également l'impact d'importantes sorties de capitaux. La Banque Nationale Suisse est, en effet, intervenue sur les marchés en vendant, pour la première fois depuis de nombreux mois, des montants substantiels de dollars, auxquels se sont ajoutés d'importantes cessions faites à des emprunteurs étrangers. Bien qu'ainsi, le recul du franc suisse vis-à-vis du dollar ait été assez limité en mars, soit à 1,5% environ, il atteint néanmoins 12% depuis fin octobre 1978. Durant les cinq derniers mois, le franc suisse a reculé de 6% à l'égard du mark allemand.

En ce qui concerne, enfin, les couronnes norvégienne et suédoise, elles ont progressé légèrement par rapport au dollar. Leur taux effectif est quasi inchangé. La Sveriges Riksbank a apporté un soutien à sa monnaie, tandis que la Norges Bank a pu, au contraire, procéder à quelques achats de dollars.

II. INTERVENTIONS AU MOYEN DE DOLLARS

Certaines banques centrales ont effectué des interventions extrêmement importantes en dollars.

A la vente, ce fut essentiellement le cas de la Banque du Japon et de la Banque Nationale Suisse. Le volume de leurs cessions s'est très fortement accru par rapport aux deux mois précédents. Quoique nettement moins élevées, les ventes nettes de la Deutsche Bundesbank et de la Sveriges Riksbank ne sont pas négligeables.

Les achats nets auxquels ont procédé d'autres banques centrales, à savoir essentiellement la Bank of England et, dans une moindre mesure, la Banca d'Italia et la Banque du Canada portent, dans l'ensemble, sur des montants moins importants.

Le volume global des ventes, compte tenu de la contrepartie des achats de monnaies européennes effectués par la Federal Reserve Bank of New York, s'élève à \$9,5 milliards pour le mois écoulé; celui des achats atteint \$4 milliards. Il se dégage ainsi pour la première fois depuis longtemps une vente nette de \$5,5 milliards.

L'entrée en vigueur du nouveau système monétaire européen ne paraît pas avoir modifié la politique des banques centrales en ce domaine. Il est vrai que les premières semaines de fonctionnement du système monétaire européen

se sont déroulées dans des marchés calmes et que seules la Banque du Japon, la Banque Nationale Suisse et la Bank of England ont eu à faire face à des mouvements, touchant leur monnaie sur le marché des changes, relativement plus significatifs.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Exception faite d'une intervention effectuée le 30 mars, pour un montant insignifiant, à la limite supérieure de la livre irlandaise par rapport au franc belge, toutes les interventions faites en monnaies européennes sur les marchés ont eu lieu à l'intérieur des marges. Elles ont porté quasi exclusivement sur le mark allemand.

La Banque Nationale de Belgique, au début du mois, et, ensuite, la Danmarks Nationalbank, la Banca d'Italia, ainsi que la Sveriges Riksbank ont acheté quelques dizaines de millions de marks. La première en a affecté le produit à la réduction de sa dette envers le FECOM.

La Banque de France est intervenue beaucoup plus activement en marks, d'abord à la vente, puis à l'achat. L'ensemble laisse un solde négatif dont la majeure partie a été couverte contre dollars auprès de la Deutsche Bundesbank.

De son côté, la Federal Reserve Bank, a acheté des marks, des francs suisses et des yens sur le marché, pour des montants peu élevés. Par ailleurs, elle a acquis d'autres banques centrales des sommes considérables de marks et de francs suisses, soit pour l'équivalent de plus de 2 milliards de dollars. L'encours de ses tirages dans les arrangements de swap avec la Deutsche Bundesbank et avec la Banque Nationale Suisse a pu être sensiblement réduit.

* * *

Les tendances qui s'étaient manifestées durant le mois de mars se sont, dans l'ensemble, poursuivies et même accentuées au cours des premiers jours d'avril.

La livre sterling et le dollar canadien ont continué de progresser sur tous les marchés; à New York, leur gain se chiffre par un peu plus de 3/4%.

Le taux effectif de la livre sterling est monté de 66,20 à 67,21. La Bank of England a freiné ce mouvement par des achats de dollars et a réduit une nouvelle fois de 1% le "minimum lending rate".

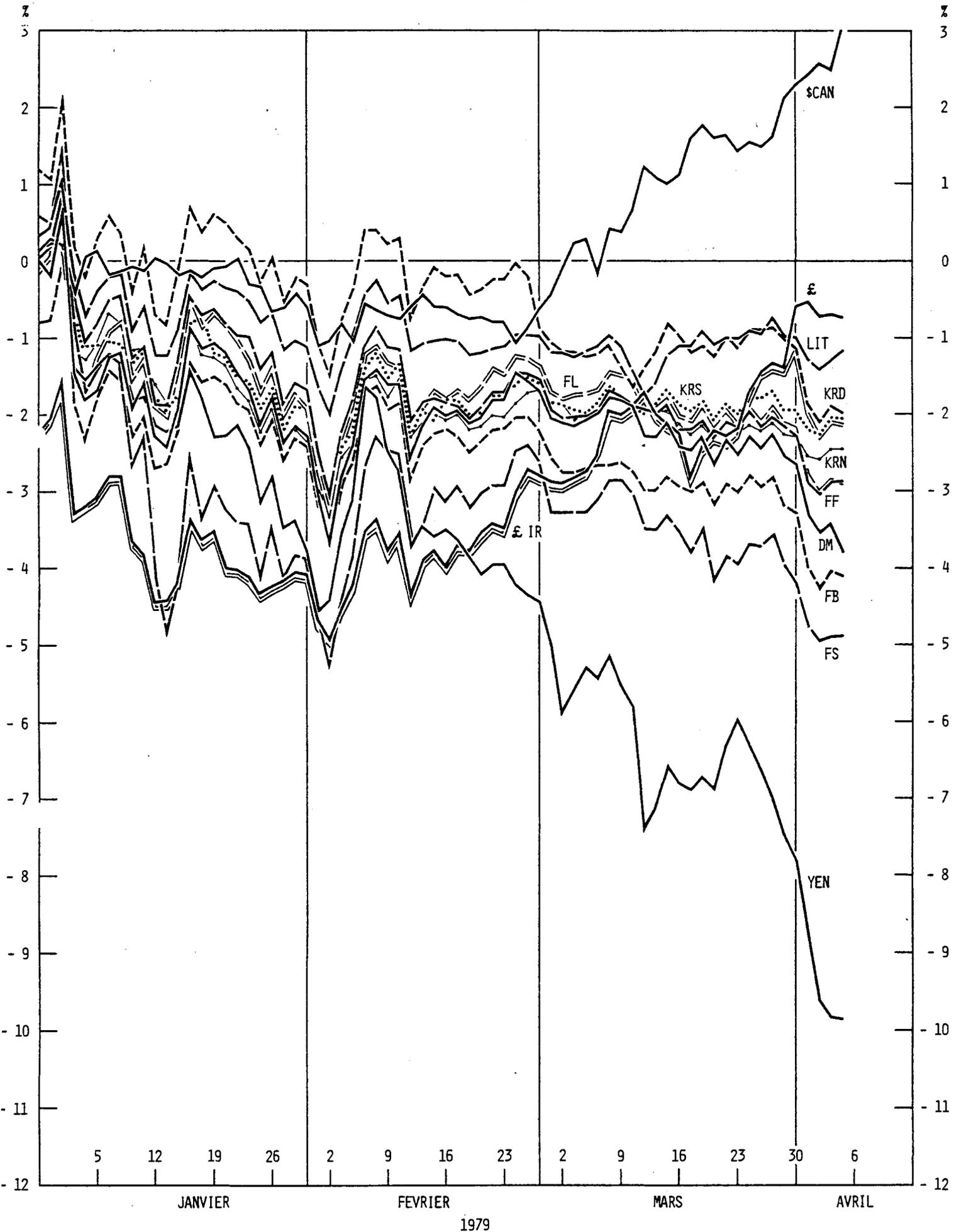
Vis-à-vis des autres monnaies, le dollar EU s'est encore raffermi. L'amélioration s'est à nouveau produite surtout par rapport aux monnaies les plus demandées auparavant. C'est ainsi que les banques centrales du Japon, de Suisse et d'Allemagne ont, de concert avec la Federal Reserve Bank of New York, été amenées à intervenir très activement pour régulariser la hausse du dollar. L'avance de ce dernier se chiffre par 2 3/4% à Tokyo. Elle dépasse 1% sur la plupart des places européennes. Toutefois, elle se limite à 3/4% à Paris et à 1/4% environ à Milan, Oslo et Stockholm.

Au sein du système monétaire européen, la position des monnaies participantes ne s'est guère modifiée. Progressant vis-à-vis des autres, la lire italienne est demeurée la plus ferme. L'écart qui la sépare du franc belge s'est accru de 2,35% à 3,25%. La livre irlandaise s'est, au contraire, repliée légèrement. Sa décote par rapport à la livre sterling s'élève à présent à un peu plus de 2,5%. Enfin, la couronne danoise a atteint son cours-plafond en franc belge.

L'ensemble des interventions effectuées en dollars se solde par une vente nette de près de \$3,7 milliards, y compris la contrepartie des achats de monnaies étrangères par la Federal Reserve Bank of New York.

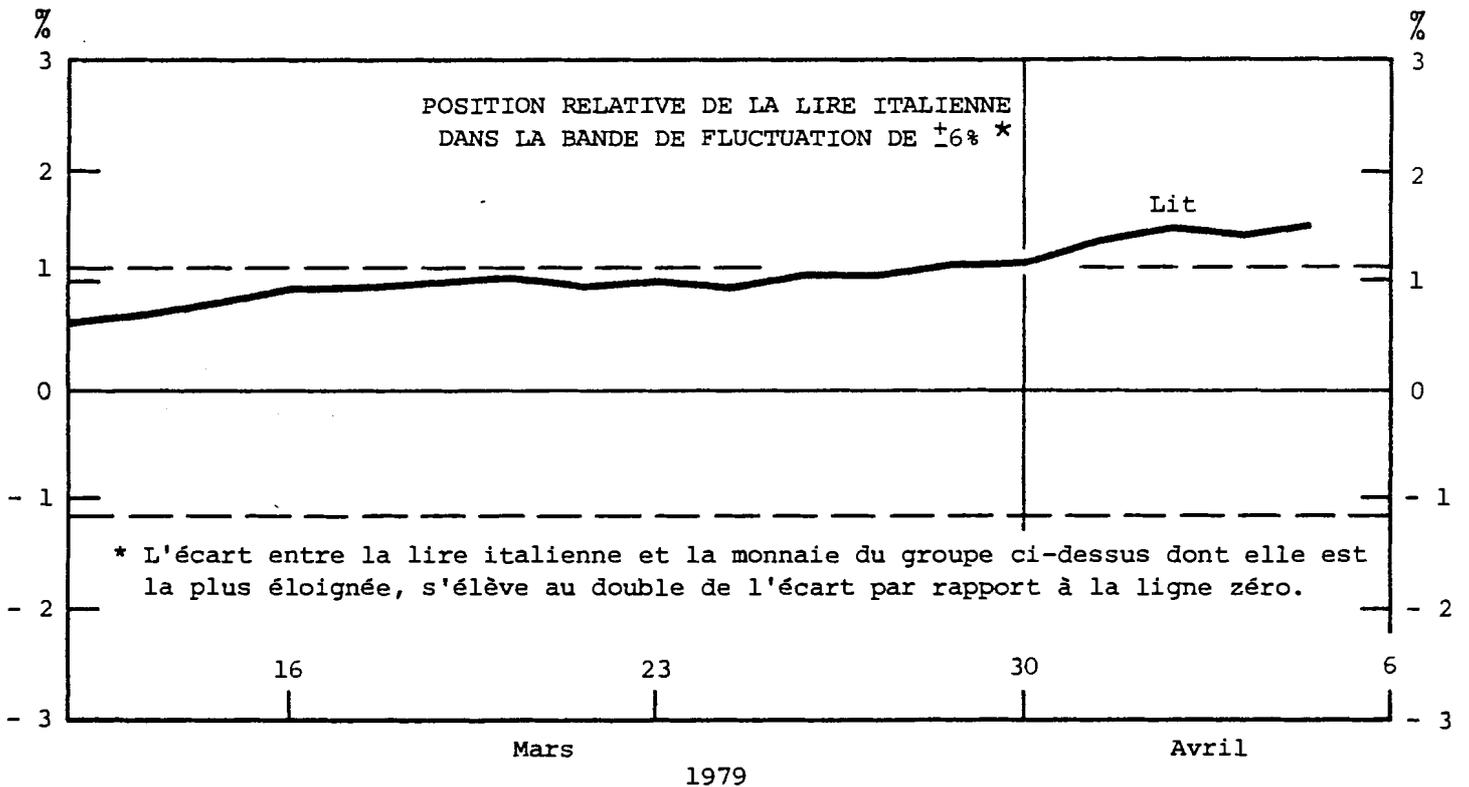
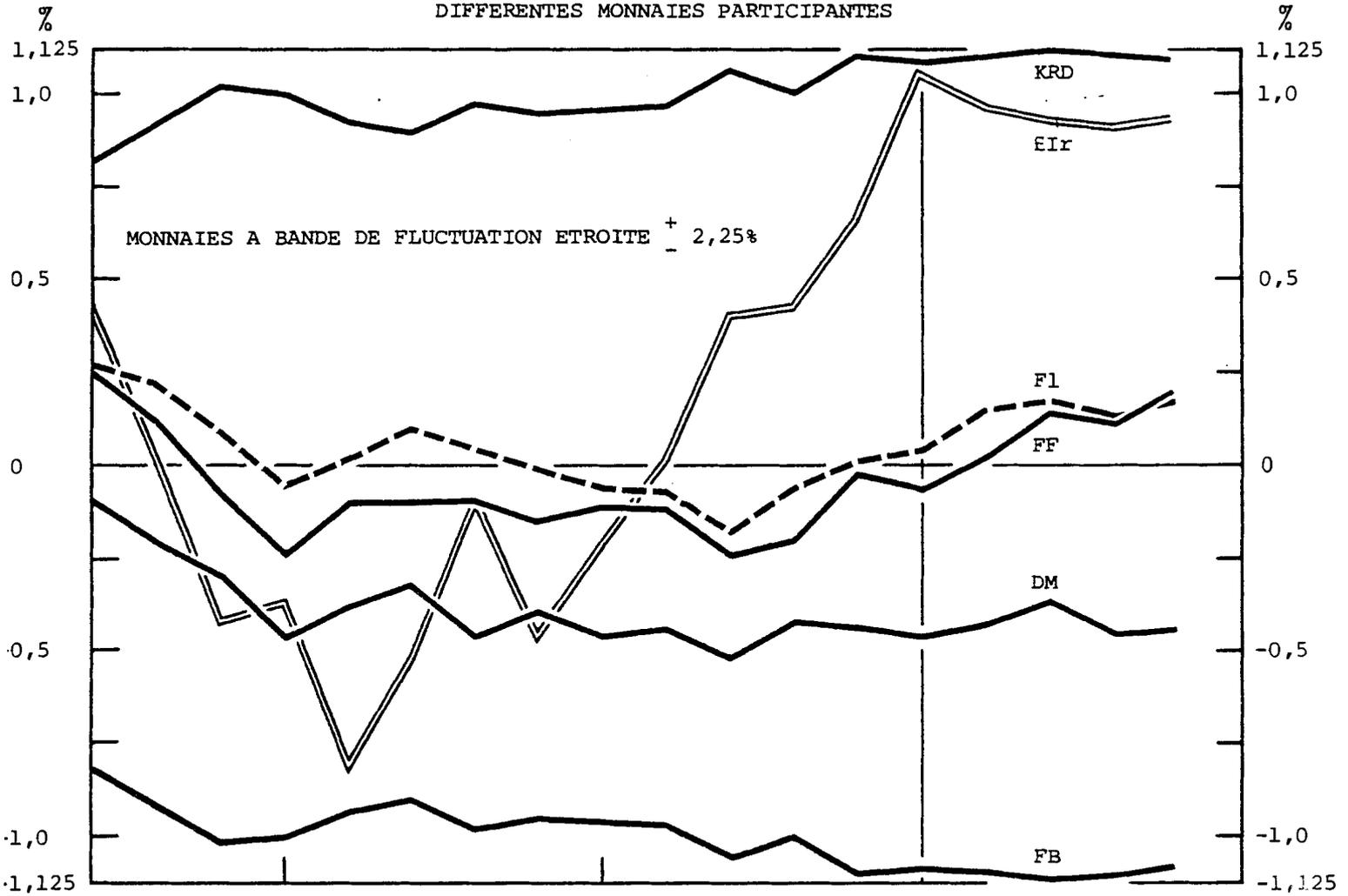
Quelques achats de marks ont encore été effectués à l'intérieur des marges par la Danmarks Nationalbank et la Banque de France. D'autre part, des interventions à la limite supérieure de la couronne danoise par rapport au franc belge ont eu lieu pour un total équivalant à environ 80 millions d'Ecus.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION
 SUR LA BASE DES COURS THEORIQUES OU EFFECTIFS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978 A 14H30
 VIS-A-VIS DU \$EU*

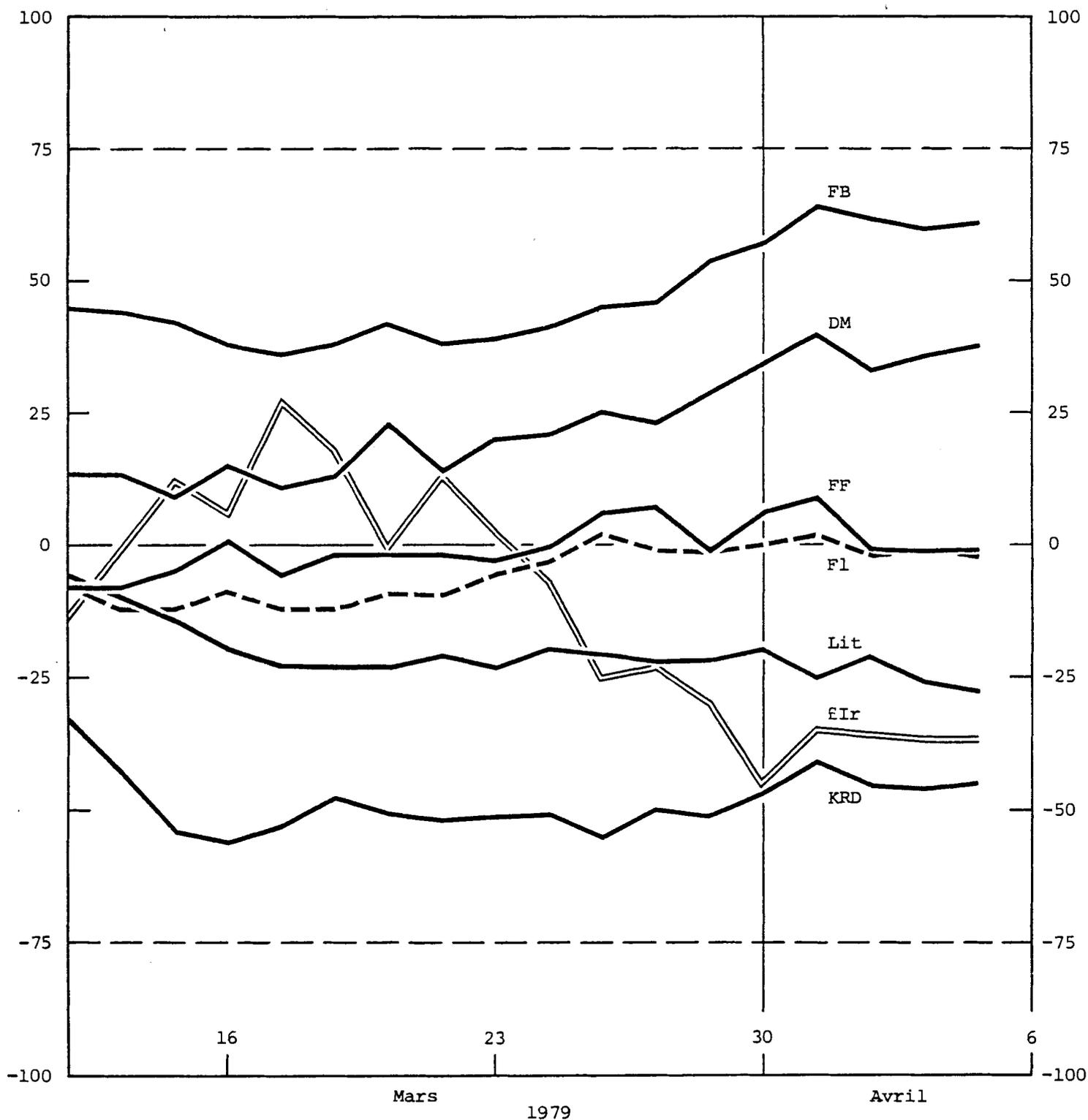


*FB 28,5803; KRD 5,13246; DM 1,8185; FF 4,19983; £ IR 0,47996; LIT 831,626;
 FL 1,97070; £ 0,48040; \$CAN 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; YEN 193,30.

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



EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE
DE CHACUNE DES MONNAIES PARTICIPANT AU MECANISME DE CHANGE EUROPEEN*



* Le signe - traduit une appréciation de la monnaie indiquée vis-à-vis de l'Ecu, le signe + une dépréciation vis-à-vis de l'Ecu; l'écart maximal de divergence de chaque monnaie dans les deux sens est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence par ± 75 .

5 avril 1979/MED