

PROCES-VERBAL *
DE LA CENT-TRENTE-DEUXIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 MARS 1979 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; 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 Directeur des Affaires monétaires à la Commission des Communautés européennes, M. Boyer de la Giroday, accompagné par M. Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; les Présidents des groupes d'experts, MM. Heyvaert et Bastiaanse. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Larre, Lamfalussy, Klein et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en proposant d'ajouter à l'ordre du jour remis aux Gouverneurs les deux points suivants:

- Problèmes juridiques relatifs à l'exemption fiscale des avoirs en dollars des Etats-Unis à apporter au Fonds européen de coopération monétaire.
- Signature de l'Accord fixant les modalités de fonctionnement du système monétaire européen, et de l'Acte relatif au soutien monétaire à court terme.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 10 avril 1979, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 131e séance

Le procès-verbal de la 131e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel concernant l'exposé de M. Baffi, reproduit aux pages 5 à 10.

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

A. Rapport succinct sur la concertation

M. Heyvaert résume et commente brièvement les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal. Il ajoute que l'écart entre les positions extrêmes dans la grille de parités du SME qui s'élevait le 12 mars dans la matinée à 1,31 est passé à 1,80 le 13 mars à 9 h 30, heure de la première concertation, par suite d'un raffermissement de la couronne danoise par rapport aux autres monnaies.

M. Heyvaert donne le détail de la position des différentes monnaies du système, à la fois en termes de prime par rapport à la monnaie la plus faible et en termes d'indice de divergence par rapport à l'Ecu.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé.

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

Le Comité adopte le rapport dans le texte annexé au présent procès-verbal, rapport qui, comme d'habitude, sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. Poursuite de l'échange de vues sur les travaux en cours et futurs du groupe d'experts sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire et sur les statistiques monétaires à fournir au Comité des Gouverneurs et au Comité monétaire

A. Travaux en cours et futurs du groupe "Harmonisation"

Le Président signale que les Gouverneurs disposent pour cet échange de vues :

- du bref rapport soumis par M. Bastiaanse sur la réunion du "Groupe harmonisation" du 21 février 1979, ainsi que de la note britannique annexée sur le "corset",
- de la note du secrétariat en date du 6 mars 1979 sur les statistiques monétaires à fournir au Comité des Gouverneurs et au Comité monétaire.

M. Bastiaanse rappelle que lors de la séance de février, les Gouverneurs ont invité le groupe à étudier les instruments de la politique monétaire, notamment ceux qui concernent le Royaume-Uni et l'Allemagne. Conformément à cette demande, le groupe a procédé à un bref échange de vue préliminaire dont les résultats sont exposés dans le rapport daté du 7 mars 1979.

Le groupe a également étudié la relation entre la demande formulée par le Comité et certains points de son mandat de 1974, à savoir le point 3 (expériences antérieures en matière d'instruments de la politique monétaire) et le point 4 (examen des instruments de politique monétaire requis par les divers Etats membres, en vue d'assurer la compatibilité entre les instruments utilisés et leur conformité avec les objectifs en commun). En vue de limiter l'ampleur des études, il a été convenu entre le Président du groupe et le Président du Comité des Gouverneurs que les études relatives au point 3 du mandat devraient, le cas échéant, être intégrées dans les études sur le point 4, c'est-à-dire qu'on prendrait en considération les expériences faites dans le passé avec un instrument dans la mesure où celui-ci est susceptible d'avoir des répercussions néfastes sur les autres pays. Le groupe utiliserait en outre, à cette occasion, son étude sur le mécanisme de transmission qui fournit des éléments sur la sensibilité des taux d'intérêt à l'utilisation des différents instruments et donc sur l'impact d'un instrument déterminé sur les mouvements des capitaux.

Ainsi qu'il a été convenu lors de la dernière réunion du groupe d'experts, les réflexions concernant l'instrument du "corset" en vigueur au Royaume-Uni depuis 1973 ont été développées dans une note annexée au rapport qui a été établie par les experts de la Bank of England en collaboration avec ceux du Trésor.

Le Président remercie M. Bastiaanse de son rapport et du fait que le groupe s'est réuni dans des délais aussi courts pour entamer les travaux que les Gouverneurs lui ont demandés. Il suggère que le groupe continue ses études telles qu'elles ont été esquissées par M. Bastiaanse, sur la base des points 3 et 4 du mandat confié en 1974 au groupe. En ce qui concerne la conformité des instruments avec les objectifs définis en commun (cf. point 4 du mandat),

le groupe devra prêter une attention particulière à la compatibilité des instruments disponibles dans les différents pays avec l'objectif commun de la stabilité des taux de change dans le cadre du nouveau système monétaire européen.

Le Président conclut en disant que les études mentionnées ci-dessus sont couvertes par le mandat en date de février 1974 et qu'il n'y a pas lieu, au stade actuel, d'apporter des modifications à ce mandat.

M. Richardson signale que la note établie par la Bank of England sur le "corset" et annexée au rapport de M. Bastiaanse en date du 7 mars 1979, revêt un caractère analytique et ne donne pas d'informations sur les détails du système. Ces informations sont à la disposition des Gouverneurs sous la forme d'une note complémentaire.

B. Statistiques monétaires à fournir au Comité des Gouverneurs et au Comité monétaire

En ce qui concerne ce sujet qui a été brièvement abordé lors de la séance de février du Comité, le Président informe les Gouverneurs que lors d'un entretien qu'il a eu avec le Président du Comité monétaire, ce dernier a indiqué qu'il souhaiterait que le Comité monétaire puisse disposer sur une base mensuelle des statistiques monétaires qui sont présentées dans les rapports du groupe présidé par M. Bastiaanse "Politiques monétaires". Une partie de ces statistiques est d'ailleurs déjà régulièrement communiquée par les banques centrales sous des formes légèrement différentes, au secrétariat du Comité des Gouverneurs et à la banque de données de la BRI.

Le Président suggère que le Comité des Gouverneurs réponde favorablement au souhait du Comité monétaire et que les banques centrales fournissent à l'avenir mensuellement au secrétariat du Comité des Gouverneurs les données nécessaires pour mettre à jour les statistiques mentionnées ci-dessus; ces statistiques seraient ensuite transmises par le secrétariat du Comité des Gouverneurs au Comité monétaire.

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

III.bis Problèmes relatifs à la livraison des actifs de réserve en dollars EU soumis à la législation fiscale américaine, et signature de l'Accord entre les banques centrales de la CEE fixant les modalités de fonctionnement du système monétaire européen et de l'Acte relatif au soutien monétaire à court terme

Le Président indique que le système monétaire européen étant entré en vigueur à dater de ce jour, 13 mars 1979, il conviendrait de signer les deux documents mentionnés ci-dessus qui n'avaient été que paraphés le 9 janvier 1979 par les Gouverneurs, la signature ayant été reportée dans l'attente de la levée de la réserve du gouvernement français à l'égard des deux règlements de base du Conseil des Communautés européennes. Le secrétariat a préparé les textes dans leur forme définitive pour la signature et le Président profite de cette occasion pour remercier à nouveau toutes les personnes qui ont prêté leur concours à l'établissement du nouveau système monétaire européen.

Avant de procéder à cette signature, les Gouverneurs devraient encore prendre une décision sur un problème qui concerne la livraison par les banques centrales au FECOM de dollars EU contre remise d'Ecus. Dans la mesure où ces dollars prendraient la forme d'actifs placés aux Etats-Unis et donc soumis à la législation de ce pays, les revenus sur ces actifs seraient passibles d'impôts; en effet, d'après les contacts pris par l'Agent avec l'administration américaine, le FECOM, dans l'immédiat, ne bénéficierait pas de l'exemption fiscale qui est accordée aux banques centrales, et nonobstant le fait que celles-ci continuent de gérer les fonds cédés au FECOM. Une telle exemption ne pourrait être accordée qu'au moyen d'une loi dont l'introduction et l'adoption nécessiteraient évidemment des délais assez longs.

Aussi, tout en poursuivant les négociations avec les Etats-Unis en vue d'obtenir aussi rapidement que possible, pour le FECOM, un régime fiscal identique à celui des banques centrales, il conviendrait de mettre en oeuvre, dès à présent, à titre intérimaire, une solution permettant aux banques centrales qui devraient apporter au FECOM des actifs soumis à la législation des Etats-Unis, d'éviter une taxation des revenus de ces actifs. La BRI est disposée à prêter son concours à une telle solution intérimaire qui consisterait à échanger des avoirs aux Etats-Unis avec des avoirs en Europe. Les détails techniques de cette formule doivent cependant encore être mis au point, et en outre il faut obtenir des autorités américaines l'assurance formelle que la solution envisagée évitera toute taxation des actifs en question.

Dans le cas où cette assurance formelle ne pourra pas être obtenue dans un délai de dix jours ouvrables après la date d'entrée en vigueur du SME (c'est-à-dire après le 13 mars 1979), délai qui est prévu dans l'article 17.2 de l'Accord fixant les modalités de fonctionnement du SME pour effectuer les apports au FECOM, les Gouverneurs devraient convenir entre eux que les banques centrales pourront reporter, le cas échéant, au-delà de ce délai, la livraison des dollars à remettre au FECOM pour ce qui est de la fraction de ces avoirs, détenue aux Etats-Unis. Il est entendu que cette dérogation ne s'applique pas:

- aux apports d'or au FECOM,
- aux apports de dollars comportant la remise d'actifs en dollars détenus à l'extérieur des Etats-Unis et éligibles pour les opérations de swap.

M. Pöhl souhaite que la décision des Gouverneurs soit consignée au procès-verbal de la présente séance dans les termes suivants:

"The Committee agrees that the central banks for which the making available of reserve assets in US dollars would give rise to problems of a fiscal nature will not effect such transfer until these problems have been resolved, it nevertheless being understood that those assets which do not give rise to such problems will be transferred in accordance with the Agreement laying down the operating procedures for the European Monetary System."*

M. Zijlstra indique que le texte suggéré par M. Pöhl répond aux problèmes de la Nederlandsche Bank.

Le Comité adopte le texte proposé par M. Pöhl et les Gouverneurs procèdent ensuite à la signature de l'Accord fixant les modalités de fonctionnement du SME et de l'Acte relatif au soutien monétaire à court terme. La signature de M. Emminger qui n'a pas pu participer à la réunion, est donnée, le même jour, en dehors de la séance.

Le Comité convient, en outre, que les opérations de swaps prévues à l'article 17.2 dudit Accord viendront à échéance le 6 juillet 1979 et seront ensuite renouvelées de trois mois en trois mois.

* Traduction française:

"Le Comité convient que les banques centrales pour lesquelles la mise à disposition d'actifs de réserve en dollars des Etats-Unis entraînerait des problèmes de nature fiscale, ne procéderont à cette mise à disposition qu'après que ces problèmes auront été résolus, étant entendu qu'elles effectueront les apports n'entraînant aucun problème de cette nature, dans les termes et conditions prévus par l'Accord fixant les modalités de fonctionnement du système monétaire européen."

IV. Analyse de la 117e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison de l'heure avancée, le Comité ne procède pas à cette analyse.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

1. Echange de vues sur la fixation de la future quote-part de la Grèce dans le système de soutien monétaire à court terme

M. Boyer de la Giroday indique que, dans le cadre des négociations d'adhésion avec la Grèce, la participation de ce pays au mécanisme du concours financier à moyen terme est actuellement traitée. Le mécanisme relève de la compétence du Conseil des Communautés européennes, mais étant donné l'identité de la répartition des plafonds d'engagements dans ce mécanisme avec celle des quotes-parts dans le soutien monétaire à court terme, il serait utile que les Gouverneurs se prononcent sur la quote-part qui pourrait être accordée à la Grèce. Sur la base notamment du rapport entre le produit national brut de la Grèce et ceux des Etats membres actuels, les services de la Commission considèrent qu'une quote-part de l'ordre de 1,86% serait appropriée.

Pour le moment, la Commission souhaiterait que les Gouverneurs marquent leur accord de principe sur ce chiffre, afin de permettre aux organes de la Communauté de faire progresser les négociations avec la Grèce. A toutes fins utiles, il est à signaler qu'il n'est prévu ni de faire participer la Grèce au système monétaire européen avant l'adhésion de ce pays à la Communauté, ni d'introduire la monnaie grecque dans le panier constituant l'Ecu. Selon un accord intervenu avec les autorités grecques, cela ne serait fait que soit à l'occasion d'une révision périodique du panier, soit lorsque tous les autres candidats à l'adhésion (Espagne et Portugal) joindront la Communauté.

Le Président demande au Comité s'il est d'accord pour attribuer à la Grèce, dans le cadre du soutien monétaire à court terme, la même quote-part que celle qui sera retenue par le Conseil des Communautés pour le concours financier à moyen terme.

M. Zijlstra n'a pas d'objection contre le pourcentage proposé; il souligne cependant que le soutien monétaire à court terme relève de la compétence des Gouverneurs et que seuls ceux-ci, et non le Conseil des Ministres,

peuvent négocier avec la Grèce la quote-part dans ce mécanisme de crédit.

M. Richardson partage l'avis de M. Zijlstra. De surcroît, une décision par les Gouverneurs sur l'ampleur de la quote-part de la Banque de Grèce dans le soutien monétaire à court terme pourrait très bien servir de guide au Conseil des Ministres de la CEE quand celui-ci fixera la quote-part de la Grèce dans le concours financier à moyen terme.

Le Président précise que la décision qu'il vient de proposer aux Gouverneurs ne porte pas préjudice à la compétence des Gouverneurs en matière de soutien monétaire à court terme.

M. Murray demande si l'octroi d'une quote-part à la Grèce entraînerait une augmentation du volume global des deux mécanismes de crédit en question.

M. Boyer de la Giroday répond que la Commission propose d'ajouter la quote-part au total actuel qui, cependant, n'augmenterait que légèrement, du fait que la quote-part grecque ne porterait que sur un faible montant.

2. Etablissement d'un système de télécommunication entre les banques centrales de la CEE

Le Président fait remarquer que le bon fonctionnement du SME dépend également, sur le plan technique, de l'organisation matérielle de l'échange d'informations entre les banques centrales sur l'évolution des marchés des changes. Dans cet esprit, il avait invité M. Heyvaert à organiser une réunion commune des responsables de la concertation et des experts en informatique des banques centrales de la CEE en vue de discuter la possibilité d'utiliser, dans le cadre de la concertation, des moyens de communication électroniques. M. Heyvaert est invité à faire rapport sur les résultats de cette réunion.

M. Heyvaert indique que la réunion mentionnée par le Président a eu lieu le 12 février 1979 et avait pour but d'explorer les possibilités d'étendre l'utilisation du réseau de téléconférence No 2 à la transmission des données concernant les marchés des changes qui sont actuellement échangées par téléphone. Une telle idée avait d'ailleurs été avancée déjà en 1976, mais n'avait pas recueilli, à l'époque, l'assentiment des Gouverneurs.

Lors de l'échange de vues du 12 février 1979, quelques banques centrales ont exprimé un sentiment plutôt défavorable à l'égard de l'établissement d'un système de télécommunication par transmission de données, tandis que la plupart semblaient estimer utile de procéder à un examen plus approfondi de cette idée. A la suggestion d'une banque centrale, il a été convenu de demander aux chefs informatiques des banques centrales de la CEE, accompagnés d'experts en

télécommunication, d'évaluer notamment le coût d'un tel système, coût qui devrait varier selon les banques centrales, du fait que l'équipement technique n'est pas identique.

Lorsqu'une réunion de ces experts a été annoncée pour le 20 mars 1979, la plupart des banques centrales ont estimé, sur la base des arguments résumés ci-après, que cette réunion n'était pas opportune.

- La plupart des banques centrales sont satisfaites de la manière dont l'échange d'information est effectué actuellement lors des séances de concertation.
- Le coût d'un système de télécommunication par transmission de données serait trop important par rapport à l'avantage qu'il présenterait, étant donné le nombre limité des données à échanger.
- Il conviendrait au moins d'attendre l'expérience des six premiers mois de fonctionnement du SME.
- La date prévue pour la réunion ne laissait pas suffisamment de temps aux informaticiens des banques centrales pour se préparer et notamment évaluer le coût d'un système de télécommunication.

Dans ces conditions, M. Heyvaert propose que les Gouverneurs réexaminent cette question dans six mois et voient à ce moment-là si les opinions ont changé.

Le Comité marque son accord sur la proposition faite par M. Heyvaert.

V. Présidence du Comité

Le Président rappelle que son mandat vient à échéance le 31 mars 1979 et qu'il conviendrait d'élire un nouveau Président conformément à l'article 4 du Règlement intérieur du Comité. A la lumière des contacts qu'il a eus avec ses collègues, il suggère de désigner M. Clappier comme Président du Comité à dater du 1er avril 1979. Il demande à M. Clappier s'il est prêt à accepter la charge de Président.

M. Clappier indique que si cette proposition recueille l'assentiment de ses collègues, il leur en est reconnaissant. Il ajoute que lorsqu'il a refusé, il y a un an, la présidence du Comité, il a fait un "mauvais coup" au Président actuel, "mauvais coup" qui a cependant bien tourné car la présidence de M. de Strycker restera marquée par la mise au point de tous les documents que les Gouverneurs viennent de signer. L'autorité que M. de Strycker a montrée, sa grande connaissance des dossiers, son habileté combinée avec une imagination

et une fertilité extraordinaires et l'équipe très remarquable dont il s'est entouré et qu'il a su animer, ont permis aux Gouverneurs de sortir d'une série de difficultés qui, au départ, apparaissaient comme pouvant donner lieu à des débats interminables.

M. Clappier précise que les arguments qui l'ont amené à refuser la présidence en mars 1978 subsisteront cependant cette année et qu'il risque donc de jouer à nouveau un "mauvais coup" à son successeur. Il ajoute qu'à la différence de mars 1978, l'ampleur et l'importance de la tâche qui attend le Président sont assez bien connues. En effet, il importe que dans les mois à venir l'enthousiasme et le scepticisme qui entourent le démarrage du système monétaire européen soient conforté pour ce qui est du premier et vaincu en ce qui concerne le second. Bien que la réalisation de cet objectif ne dépende pas exclusivement des banques centrales, les Gouverneurs sont appelés à y contribuer. Même si l'on formule des espoirs que les mois à venir ne connaissent pas de crises graves, les difficultés ne manqueront pas d'apparaître; ces difficultés devraient pouvoir toutefois être surmontées grâce à la cohésion du Comité des Gouverneurs qui s'est développée au fil des années sous l'autorité des Présidents précédents et notamment sous la présidence de M. de Strycker. En effet, le système monétaire européen, tel qu'il a été mis au point par le Comité des Gouverneurs et tel qu'il fait reposer sur ce Comité une série de responsabilités qu'il n'a jamais connues dans le passé dans aucun mécanisme comparable est, dans une large mesure, l'oeuvre personnelle du Président.

M. de Strycker remercie M. Clappier de ses aimables paroles et constate que le Comité est d'accord pour désigner, avec effet au 1er avril 1979, M. Clappier comme Président.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

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

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

FEVRIER 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 février et les premiers jours de mars 1979.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Après l'agitation des derniers mois au cours desquels les amples oscillations de la valeur du dollar EU ont constitué l'élément le plus marquant, le mois de février a été pour la monnaie américaine une période de stabilité.

A la première séance du mois, le dollar EU a atteint son niveau le plus élevé depuis le début de décembre; il s'est inscrit toutefois en baisse pendant les premiers jours du mois, car on craignait que la situation iranienne n'ait des répercussions plus sérieuses pour les Etats-Unis que prévu initialement. M. Schlesinger ayant déclaré, le 7 février, que les troubles en Iran étaient potentiellement plus graves que l'embargo mis par les pays arabes en 1973 sur les exportations de pétrole, il en est résulté une chute du dollar. Toutefois, d'importantes interventions officielles ainsi qu'un engagement de M. Blumenthal en faveur d'un soutien résolu et une promesse de M. Miller de poursuivre la politique monétaire restrictive ont réassuré le marché. Le dollar s'est ainsi raffermi puis stabilisé, sans requérir d'interventions importantes des banques centrales, dans un contexte d'opinions assez mitigées

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

sur l'ensemble des indices économiques. L'indice des prix à la production aux Etats-Unis a connu une forte augmentation, mais l'accroissement de la masse monétaire a été généralement modéré et la Fédérale a maintenu sa position ferme dans le marché des "Federal funds", étant donné la position encore vulnérable du dollar dans le marché des changes. Les mauvaises conditions climatiques se sont traduites par des distorsions dans maintes statistiques économiques; en outre, par suite de l'adoption d'une nouvelle méthode de correction des variations saisonnières, les chiffres concernant le commerce ont été difficiles à interpréter. La situation en Iran et la perspective de relèvements des prix pétroliers ont provoqué par moments une certaine nervosité et l'évolution au Viet-Nam a constitué un autre facteur dépressif. Si ces événements ont causé momentanément quelque émoi, aucun n'a marqué le comportement du dollar qui, du 12 jusqu'à la fin du mois, s'est maintenu pratiquement au même niveau en termes effectifs.

Parmi les autres grandes monnaies, le franc suisse a connu la progression la plus importante (près de 2%). En effet, à la fin de la période considérée, l'attente d'un resserrement de la politique monétaire en Suisse a conduit à un raffermissement de la monnaie helvétique. Le cours contre deutsche mark s'est redressé pour se situer aux alentours de FS 90 = DM 100.

En dépit d'une situation guère réjouissante sur le plan social, la livre sterling a été soumise à plusieurs reprises à des pressions à la hausse, bien que la Bank of England soit intervenue de temps à autre pour les atténuer; il en est résulté une augmentation de 1 1/4% du taux effectif et un renforcement des réserves. Le cours livre/dollar a dépassé les 2 dollars le 7, puis s'est maintenu autour de ce niveau pendant la majeure partie du mois et a encore gagné plus de 2 cents au cours des toutes dernières séances; en effet, l'importance des ventes de fonds d'Etat et leurs implications pour le contrôle monétaire, d'une part, la perspective de relèvements des prix pétroliers, d'autre part, ont été considérés comme des éléments favorables pour la livre. La situation est devenue plus calme sur le plan social. Le relèvement de 1 1/2% du taux débiteur minimum le 8 février a été partiellement annulé le 1er mars.

Les positions des monnaies participant au "serpent" sont restées les mêmes pendant tout le mois, la couronne danoise demeurant à la limite supérieure et le franc belge au plancher. Bien que sa largeur ait été généralement importante, le "serpent" n'a pas été soumis à des pressions fondamentales et les interventions dans les deux monnaies ci-dessus ont été rarement nécessaires et n'ont porté que sur des montants modiques. Vers la fin du mois, la largeur du

"serpent" s'est réduite sensiblement, lorsque la couronne danoise s'est affaiblie en raison des négociations salariales non résolues et sous l'effet des restrictions introduites antérieurement au cours du mois, en matière de ventes de titres du gouvernement à des non-résidents.

Le deutsche mark a perdu un peu de terrain au milieu du mois, sous l'effet d'une hausse inhabituellement forte des prix de gros en janvier et en raison d'appréhensions au sujet de la sécurité des investissements allemands en Iran. M. Emminger a réaffirmé la primauté du contrôle monétaire, et la vente nette de dollars par la Bundesbank au cours de cette période semble avoir conforté cette orientation. Au cours de la seconde quinzaine du mois, le deutsche mark s'est, dans l'ensemble, raffermi par rapport au dollar ainsi qu'en termes effectifs. Le florin néerlandais a continué à occuper la deuxième place dans le "serpent", s'appréciant pratiquement dans les mêmes proportions que le deutsche mark.

Le yen japonais s'est revalorisé au cours des quinze premiers jours du mois après que les autorités eurent supprimé l'application du coefficient de 50% auquel était encore soumis l'accroissement des engagements des banques commerciales sur les comptes en yens convertibles de non-résidents. Cependant, l'annonce d'un déficit commercial de 800 millions de dollars en janvier - après une succession ininterrompue d'excédents mensuels pendant près de deux années - et la crainte que la pénurie de pétrole et les relèvements de prix aient des répercussions plus défavorables pour le Japon que pour d'autres pays, ont entraîné une baisse du yen; sur l'ensemble du mois, on note ainsi un léger recul. Les restrictions encore en vigueur sur l'achat par des non-résidents d'obligations japonaises ont été supprimées.

Le franc français n'a pratiquement pas bougé au cours du mois, et cela en dépit d'un chômage élevé et de la prolongation de l'agitation sociale. Le cours du deutsche mark à Paris est monté à 2,30 1/2 en dépit de ventes de marks vers la fin du mois.

La couronne norvégienne a progressé de quelque 1/2% tandis que la couronne suédoise a augmenté de 1/4%, la Sveriges Riksbank soutenant sa monnaie pendant la seconde quinzaine du mois. La lire italienne n'a guère varié, mais un montant important de dollars s'est à nouveau ajouté aux réserves.

La pression qui s'était exercée sur le dollar canadien s'est poursuivie en février et, le premier de ce mois, le cours contre dollar EU de cette monnaie a touché, à 83,16, le niveau le plus bas de l'après-guerre. Le dollar canadien s'est quelque peu repris par la suite, grâce à de légères interventions, pour remonter à 84.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Avec un total de \$0,9 milliard en chiffres nets, les interventions des banques centrales effectuées en février pour soutenir le dollar ont été relativement modiques, particulièrement si on les compare à celles qui ont eu lieu à la fin de l'année 1978. Les acheteurs les plus importants ont été la Bank of England et la Banca d'Italia qui sont intervenues en vue de maintenir stable le taux de change effectif de leur monnaie. Les ventes nettes de dollars de la Bundesbank ont été plus que compensées par les achats dans le marché de la Federal Reserve Bank of New York contre deutsche marks.

La Banque Nationale Suisse et la Banque du Japon ont également été d'importants vendeurs nets de dollars.

Presque tout au long du mois, la Danmarks Nationalbank a acheté des dollars afin de limiter l'appréciation de la couronne; toutefois, quand celle-ci a été soumise à des pressions à la vente, il a été procédé à certaines cessions de dollars à la fin du mois. La Sveriges Riksbank et la Banque du Canada ont été vendeurs nets de dollars.

Quant à la Federal Reserve Bank, elle est intervenue, dans le marché, par des ventes nettes de devises - notamment des deutsche marks - pour une contre-valeur d'un demi-milliard de dollars; d'autre part, elle a acheté contre dollars, directement d'autres banques centrales, des deutsche marks et des francs suisses pour l'équivalent de près de 2 milliards de dollars EU.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions aux cours limites dans le "serpent" ont été faibles, mais la Banque Nationale de Belgique a acheté des montants notables de deutsche marks en vue de rembourser ses engagements au sein du FECOM tandis que la Danmarks Nationalbank a légèrement renforcé la composante mark de ses réserves.

La Banque de France a acquis des montants importants de deutsche marks au début de février qu'elle a cédés contre dollars à la Federal Reserve Bank of New York; pendant le reste du mois, elle en a revendu dans le cadre d'interventions.

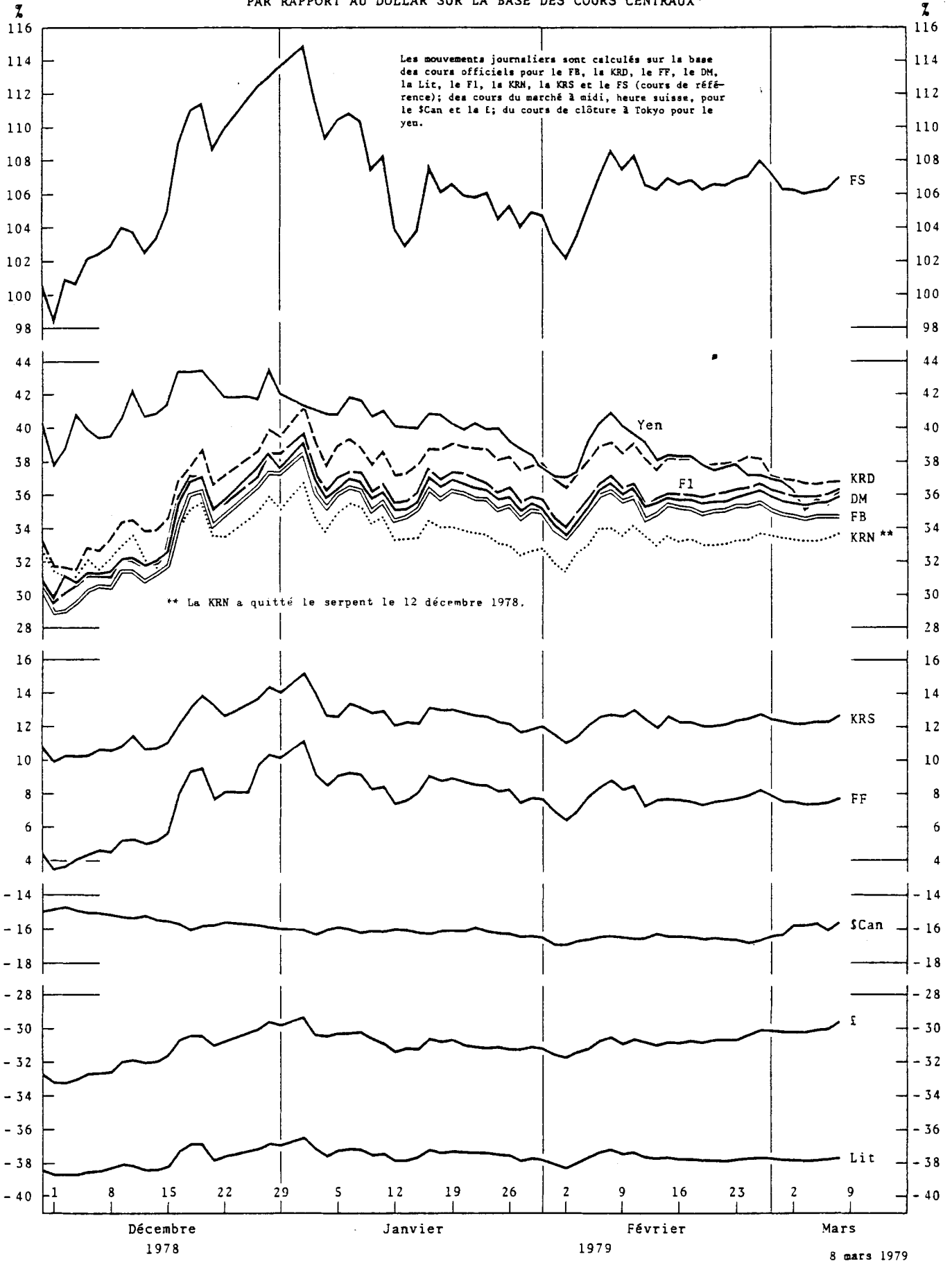
* * *

Le début de mars a été calme, après que les chiffres du commerce extérieur des Etats-Unis, rendus obscurs par la nouvelle méthode de correction des

variations saisonnières, eurent causé une certaine confusion. S'inscrivant d'abord en baisse sur le marché, le dollar a ensuite bénéficié d'un jugement favorable de celui-ci à l'égard des chiffres du déficit et de la masse monétaire. Par la suite, il n'a dans l'ensemble guère varié par rapport à la plupart des monnaies, mais il a perdu du terrain en termes effectifs, principalement à cause de l'appréciation de la livre sterling et de celle du dollar canadien. La demande de monnaie britannique est devenue très forte, notamment le 7 et le 8, la Bank of England ayant absorbé \$530 millions, ainsi qu'une certaine quantité de marks. Le yen a été la plus faible des principales monnaies, perdant légèrement plus de 1% par rapport à son niveau de fin février. La Banque du Japon est intervenue pour le soutenir. Le dollar canadien s'est notablement raffermi, au prix d'interventions très modiques, pour s'établir au-dessus de $84 \frac{1}{2} = 100$ dollars EU. La couronne danoise s'est en revanche affaiblie et la largeur du "serpent" s'est située à $1 \frac{1}{2}\%$. La Banque Nationale de Belgique a effectué d'autres achats de deutsche marks dans le marché et a abaissé certains taux d'intérêt réglementés.

Bien que les autres monnaies aient peu varié, les interventions ont été importantes dans certains cas. La Banque Nationale Suisse a effectué des ventes massives de dollars, en grande partie pour couvrir des exportations de capitaux; la Bundesbank et la Federal Reserve ont été également vendeurs nets, cette dernière en vue de rembourser des swaps. La Banca d'Italia, ainsi que la Norges Bank, ont en revanche renforcé encore leurs réserves en dollars. La Banque de France a vendu des marks, le cours de cette dernière monnaie contre francs se rapprochant de 2,31 francs français.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES
PARTICIPANT A LA CONCERTATION
PAR RAPPORT AU DOLLAR SUR LA BASE DES COURS CENTRAUX*

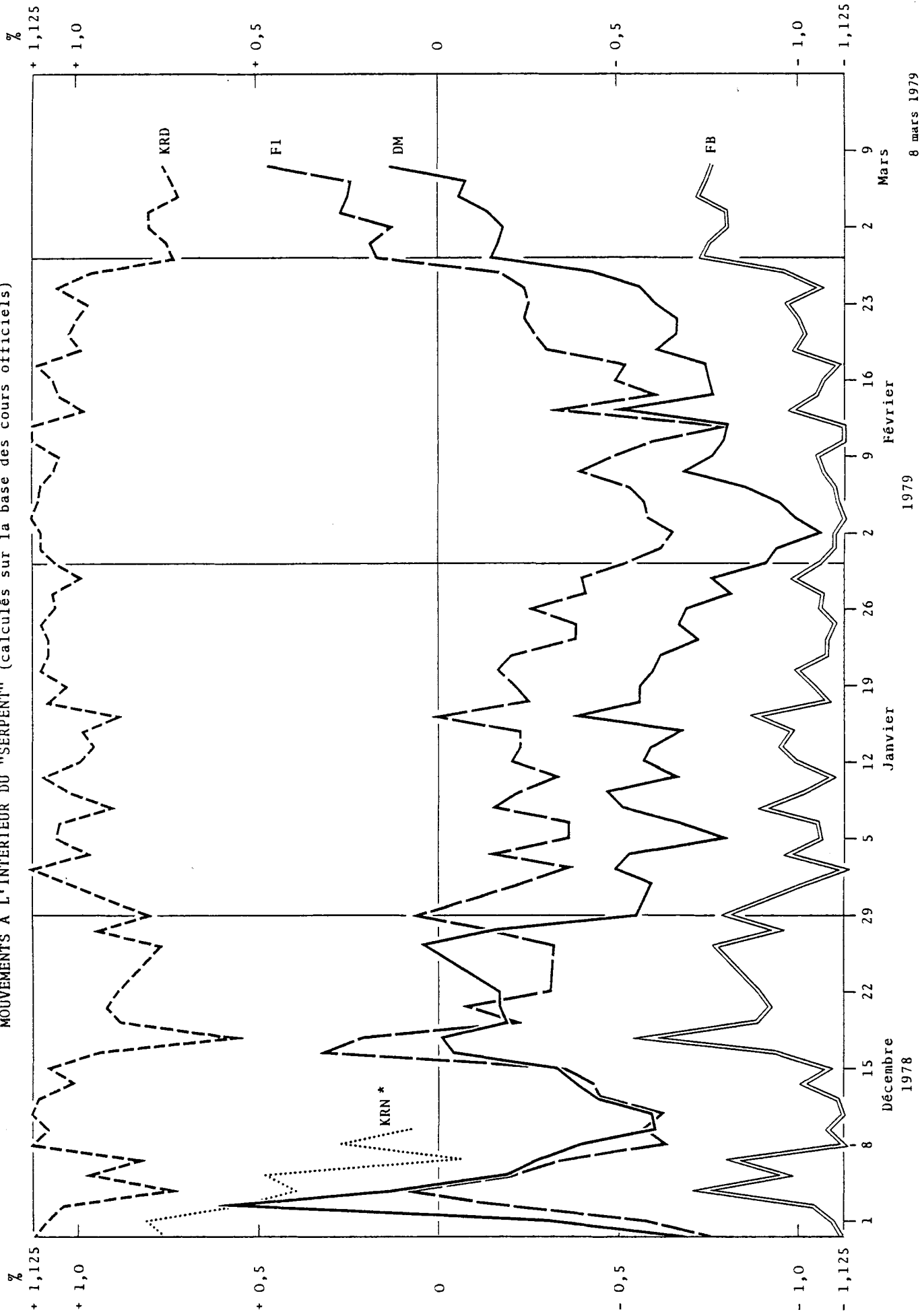


* Effectif, 1 dollar EU = FF 4,60414.

* Théoriques, 1 dollar EU = FB 39,5433; KRD 7,10121; DM 2,51605; Lit 523,35; Yen 277,20; F1 2,72664; KRN 6,78666; KRS 4,90; FS 3,456. £1 = 2,8952.

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,003.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT" (calculés sur la base des cours officiels)



*La KRN a quitté ce serpent le 12 décembre 1978.