

PROCES-VERBAL*
DE LA CENT-QUARANTE-TROISIEME SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 MARS 1980 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank et Président du Comité, M. Hoffmeyer, accompagné par MM. Mikkelsen et Dalgaard; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Directeur Général de la Central Bank of Ireland, M. Breen, accompagné par M. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, 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. Loehnis et Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Padoa-Schioppa, 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.

I. Approbation du procès-verbal de la 142e séance

Le procès-verbal de la 142e séance tenue le 11 février 1980 est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 15 avril 1980, et ne présentant par rapport au projet que 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 sur la base: du rapport présenté par M. Heyvaert concernant l'évolution des marchés des changes au cours du mois de février et des premiers jours de mars 1980; de la série mensuelle de statistiques et de réflexions que M. Lamfalussy présentera en séance

A. Exposé de M. Heyvaert

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal et les mouvements les plus notables dans les réserves brutes des banques centrales de la CEE, observés en février. En outre, il attire l'attention du Comité sur le fait qu'en application des articles 13.2 et 18.2 de l'Accord sur le SME, la Banque Nationale de Belgique est convenue récemment avec la Deutsche Bundesbank de racheter, contre deutsche marks, une somme de 225 millions d'Ecus, utilisant le produit d'un emprunt contracté par le gouvernement belge sur le marché des capitaux allemand. Cette transaction réduira la position à découvert importante de la banque centrale belge dans le cadre des opérations de swaps contre Ecus et, en même temps, assurera une multilatéralisation de l'utilisation de l'Ecu à l'intérieur de la CEE. En effet, les Ecus ainsi acquis auprès de la Bundesbank compensent une partie des avoirs en Ecus qui ont été récemment cédés aux banques centrales concernées contre lires, francs français et florins à la suite d'interventions sur les marchés des changes.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et constate que le projet de rapport destiné aux Ministres des Finances est adopté par le Comité.

Se référant aux dernières remarques de M. Heyvaert, M. de Strycker souligne que la Banque Nationale de Belgique a rencontré, auprès des autres banques centrales, un esprit très ouvert lorsqu'elle a offert, durant les mois récents, pour des montants importants, des Ecus en règlement au comptant des devises empruntées aux fins d'intervention sur les marchés des changes. Il s'agit là d'une situation encourageante qui confirme le rôle croissant de l'Ecu comme un instrument de règlement véritable entre banques centrales de la CEE, tel qu'il a été envisagé lors de la mise en place du SME. A un moment donné, il conviendrait d'étudier la possibilité d'associer, à ces opérations en Ecus, d'autres banques centrales qui participent à la concertation sans être membres du SME.

En ce qui concerne le volume très important des interventions effectuées au cours du mois de février et des premiers jours de mars, M. de Strycker indique que, selon les indications encore très provisoires, la majeure partie des sorties de devises enregistrées par la Belgique devait être liée au déficit des paiements courants et beaucoup moins aux mouvements des capitaux ou à un renversement des "leads and lags". La détérioration de la position extérieure résulte essentiellement de la hausse des prix des produits pétroliers dont la Belgique ressent maintenant les effets.

B. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy indique qu'il a fait distribuer aux Gouverneurs un jeu de statistiques, partiellement dérivées des séries habituelles établies par le secrétariat. Ces statistiques font ressortir les faits suivants:

- la reprise de la hausse des taux d'intérêt à court terme, après une pause en décembre et janvier, depuis le dernier débat du Comité en novembre sur les taux d'intérêt (cf. tableau 1): la hausse est générale et elle a été particulièrement rapide dans le cas des Etats-Unis;
- la brusque accélération de la hausse des taux à long terme (cf. tableau 2): la plus forte accélération a été à nouveau constatée aux Etats-Unis où le rendement sur les obligations a progressé de plus de 2 points en deux mois, entraînant des pertes en capital de 20 à 28% pour les détenteurs d'obligations américaines;
- la persistance, depuis l'été, d'une courbe de rendement inversée en dépit de la hausse récente des taux à long terme;
- l'augmentation sensible du différentiel entre les taux américains et ceux des pays européens, notamment vis-à-vis du deutsche mark (cf. tableau 3).

Ces faits conduisent à se poser trois questions:

- Quelles sont les conclusions qui peuvent être tirées de l'évolution aux Etats-Unis?
- Est-ce que les pays européens devraient chercher à réduire le différentiel de taux d'intérêt par rapport aux Etats-Unis?
- Quelle est la signification de l'évolution des taux à long terme?

En ce qui concerne la première question, le graphique 1 qui présente l'évolution des prix à la consommation et des taux d'intérêt à court et à long terme, fait ressortir que la brusque accélération de la hausse des taux

à long terme vers la fin de l'année est intervenue juste au moment où le taux d'inflation a dépassé son sommet historique atteint à la fin de 1974. Ce phénomène assez frappant pourrait suggérer une adaptation des attentes inflationnistes, les marchés s'étant rendu compte que la situation aux Etats-Unis s'est profondément détériorée. En revanche, la persistance de la courbe de rendement inversée depuis mi-1979 (cf. graphique 2) est un phénomène normal, dans une période de haute conjoncture, qui annonce un renversement du cycle. Dans ces conditions, on peut avancer deux hypothèses : le marché s'attend à la fois à la poursuite durable du rythme d'inflation accompagné d'une récession conjoncturelle et à un certain recul des taux d'intérêt à court terme.

En ce qui concerne la deuxième question d'une réduction éventuelle du différentiel de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Europe, il est clair qu'une telle réduction ne pourrait porter principalement que sur les taux à court terme car les taux à long terme évoluent en général indépendamment des pouvoirs d'intervention des banques centrales. Cette question est traitée autour du cas de l'Allemagne, pour laquelle les graphiques 3 et 4 font ressortir l'existence d'un écart en général constant de 3 à 4 points entre le taux d'inflation et le rendement sur le marché des obligations.

Des arguments pour et contre peuvent être avancés à propos d'une tentative de diminuer le différentiel de taux d'intérêt. Parmi les arguments pour, on peut dire que seules des entrées de capitaux suffisantes - et par conséquent des taux élevés - pourraient assurer durablement le financement du déficit courant important de l'Allemagne et arrêter le mouvement à la baisse du deutsche mark vis-à-vis du dollar, condition indispensable pour freiner la hausse des prix de gros et à l'importation, qui a atteint récemment un rythme annuel très élevé. Parmi les arguments contre un resserrement de la politique monétaire allemande et une hausse des taux d'intérêt, on peut indiquer qu'il est dangereux, sur le plan international, de s'isoler contre l'inflation par une appréciation de sa propre monnaie. En effet, tout d'abord, tous les pays risquent de vouloir adopter la même attitude. En outre, une nouvelle hausse des taux d'intérêt en Allemagne porterait le taux réel, qui n'est certes pas encore très élevé historiquement, à un niveau qui pourrait présenter certains risques pour l'équilibre interne de ce pays. Malgré la difficulté d'une réponse à cette deuxième question, il semble utile que l'Allemagne et les autres pays européens tiennent compte, dans leur choix de la politique à suivre, de la conjoncture prévisible aux Etats-Unis.

S'agissant de cette conjoncture, l'évolution des taux d'intérêt à long terme suggère, comme il a déjà été dit, la persistance de l'inflation, tandis que le développement des taux à court terme ainsi que d'autres indications, telles que la baisse des revenus réels, le niveau extrêmement bas des taux d'épargne, le degré élevé de l'endettement des ménages américains et les effets à attendre sur la conjoncture de taux d'intérêt à long terme élevés, annoncent l'apparition d'une récession. Si ce scénario se confirmait, la tendance à la hausse des taux à court terme et, partant, du cours du dollar pourrait s'avérer passagère.

En ce qui concerne la troisième question, la hausse et la structure actuelle des taux d'intérêt ont entraîné des évolutions très diversifiées dans les comptes de profits et pertes des intermédiaires financiers. Les instituts qui n'ont pas d'actifs assortis d'un taux fixe et dont le passif comporte un élément important non rémunéré (notamment des dépôts à vue), par exemple les banques britanniques, ont enregistré des hausses spectaculaires des revenus bancaires, tandis qu'à l'autre extrême se retrouvent les caisses d'épargne américaines et, dans une certaine mesure, aussi les intermédiaires financiers belges, dont l'actif comporte un élément important à taux fixe qui doit être refinancé dans une large mesure sur le marché monétaire. D'autre part, la hausse des taux d'intérêt à long terme, à moins qu'elle ne soit de nature passagère, pourrait entraîner des conséquences graves pour le fonctionnement des marchés des capitaux, notamment le marché obligataire qui pourrait même disparaître complètement dans la mesure où les intermédiaires financiers, en raison de leur expérience récente, orienteraient leurs placements vers des actifs à long terme dont le rendement serait indexé en fonction des taux à court terme.

Le Président remercie M. Lamfalussy de son exposé. En ce qui concerne la reprise de la hausse des taux d'intérêt, il rappelle que le relèvement des taux officiels allemands, intervenu en février, a fait l'objet d'une information préalable par la Deutsche Bundesbank aux autres banques centrales de la CEE.

C. Discussion du Comité

M. Pöhl estime que les réflexions développées par M. Lamfalussy sur la situation américaine ne constituent pas un simple scénario, mais un jugement réaliste sur l'évolution future dans ce pays. Il ne serait guère concevable que le niveau très élevé des taux d'intérêt américains reste à la longue sans influence sur l'économie réelle, et quelques signes sont déjà apparus, comme par exemple la réticence en matière d'achats immobiliers

de caractère résidentiel sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt hypothécaires. Beaucoup dépendra aussi du programme de politique économique qui est actuellement en cours, mais la probabilité d'une récession est devenue maintenant très grande.

En ce qui concerne l'impact de la politique américaine actuelle sur le rythme d'inflation, M. Pöhl pense qu'il faudrait se garder d'un raisonnement à trop court terme et d'une extrapolation dans le futur des tendances observées dans le passé. Le changement dans les attentes inflationnistes peut certes exiger certains délais, mais l'expérience dans d'autres pays montre qu'une politique ferme menée avec obstination pendant une période assez longue arrive à changer les comportements et les anticipations.

On observe d'ailleurs actuellement quelques indications encourageantes, par exemple l'évolution récente sur le marché de l'or. De surcroît, une récession aux Etats-Unis réduirait la demande sur le marché pétrolier et aurait ainsi une certaine influence modératrice sur les prix du pétrole qui se sont récemment inscrits en baisse sur le "spot market". Un fléchissement des taux d'intérêt américains résultant de l'affaiblissement du rythme conjoncturel ne devrait pas nécessairement affaiblir le dollar. Au contraire, l'attente d'un gain en capital pourrait même encourager de nouvelles entrées de capitaux aux Etats-Unis. Par ailleurs, les facteurs fondamentaux dans d'autres pays industrialisés importants, comme l'Allemagne et le Japon, ont subi un changement substantiel, marqué en particulier par l'obligation de financer des déficits courants importants qui pèsent sur le cours des monnaies concernées. Dans ces conditions, la fermeté actuelle du dollar pourrait ne pas être simplement de nature passagère.

En ce qui concerne la deuxième question abordée par M. Lamfalussy, M. Pöhl évoque les chiffres relatifs à la balance des paiements de janvier. Ces chiffres font ressortir un déficit de la balance de base de 4 1/2 milliards de DM, dont 2 milliards en compte courant. Les réserves officielles ont baissé d'environ DM 4 milliards (si l'on tient compte des swaps en devises conclus dans le cadre de la politique de la Bundesbank en matière de liquidité). On ne pense pas que des interventions de la Bundesbank puissent freiner durablement un vigoureux mouvement de hausse du dollar. D'ailleurs, il n'est pas possible de continuer indéfiniment à prélever au même rythme sur les réserves pour financer la balance des paiements; mais une éventuelle

dévaluation du deutsche mark ne serait pas non plus sans problème, car elle pourrait tirer vers le bas les autres monnaies du SME. Dans ces conditions, il faut faciliter autant que possible les entrées de capitaux; à cette fin, il est prévu de desserrer les restrictions qui existent encore actuellement dans ce domaine. Il ne faut cependant pas surestimer l'efficacité de ces mesures car, en l'absence d'attentes d'une réévaluation du deutsche mark vis-à-vis du dollar, l'écart important entre les taux d'intérêt américains et ceux pratiqués en Allemagne exerce pleinement son effet. La pression à la baisse sur la devise allemande est encore renforcée par certains mouvements spéculatifs de capitaux dans le secteur des entreprises et des particuliers.

L'encouragement des entrées de capitaux par une hausse des taux d'intérêt allemands ne pourrait être envisagée que dans une mesure très limitée. Un relèvement trop marqué de ces taux aurait des effets négatifs sur le climat conjoncturel qui, pour l'heure, est certes encore très satisfaisant (M. Pöhl estime personnellement qu'une croissance réelle d'environ 3% est réalisable en 1980). Un fléchissement du rythme conjoncturel est néanmoins probable au cours de l'année, surtout si les hausses antérieures des taux feront ressentir pleinement leurs effets.

Le déficit allemand des paiements courants résulte à la fois de l'enchérissement du pétrole et de la forte augmentation des importations, notamment de celles en provenance des pays européens. Cette augmentation est tout à fait souhaitée, mais ce déficit doit être couvert grosso modo par des importations de capitaux. Les réserves de la Bundesbank sont certes relativement importantes, mais une part substantielle (environ 40%) est immobilisée ou investie de manière fixe dans le FMI, le SME, etc.

A l'heure actuelle, toute prévision de l'évolution future est extrêmement incertaine et des développements contraires à ceux qui viennent d'être exposés ne sont pas inconcevables.

Une politique qui consisterait à rejoindre le train de l'inflation mondiale ne constitue pas une véritable option car, si le deutsche mark devenait également une monnaie faible, un des derniers piliers de stabilité du système monétaire international s'effondrerait, entraînant ainsi des effets défavorables pour tous.

M. de la Genière exprime son intérêt pour l'exposé de M. Lamfalussy. Les graphiques 1 et 3 font ressortir que les courbes des taux d'intérêt à long terme et du rythme d'inflation ont été semblables aux Etats-Unis et en Allemagne sauf, dans le cas américain, durant deux périodes caractérisées par des poussées inflationnistes très fortes. En 1974-75, ce mouvement s'est renversé assez rapidement, tandis qu'à l'heure actuelle, il reste à voir si la nouvelle poussée inflationniste peut être maîtrisée aussi vite. Dans l'affirmative, les perturbations sur le marché américain des capitaux devraient se résorber sans difficulté majeure; dans la négative, en revanche, les Etats-Unis se trouveraient devant une situation toute nouvelle car il leur manque l'expérience d'une inflation à la fois forte et durable. Il serait donc intéressant de considérer, à titre de contre-épreuve, la situation dans des pays traditionnellement inflationnistes.

Dans le cas de la France, le rapport entre les courbes des taux d'intérêt et du rythme d'inflation devait être très différent de celui des Etats-Unis et de l'Allemagne. De manière intuitive, on peut estimer que, lorsqu'aux Etats-Unis le taux d'inflation se situera durablement à un niveau très élevé, le fonctionnement des marchés financiers devrait subir un changement se traduisant par des relations très différentes d'une part, entre les taux d'intérêt à court et à long terme et le rythme d'inflation, d'autre part entre l'évolution des agrégats financiers et celle des grandeurs réelles. Les perturbations, décrites par M. Lamfalussy, sur les marchés financiers américains au cas où l'inflation persisterait, ne manqueraient pas d'avoir des répercussions sur le fonctionnement des marchés financiers internationaux et sur le système monétaire international.

En ce qui concerne la situation en France, M. de la Genière indique que le rythme actuel de l'expansion monétaire dépasse nettement l'objectif de 11% fixé pour l'année courante. Etant donné, d'une part, cette situation peu satisfaisante, d'autre part, la forte hausse des prix, les autorités monétaires ont décidé récemment de resserrer leur politique en matière de taux d'intérêt, et surtout de renforcer le régime de l'encadrement des crédits. A cette fin, une nouvelle étape dans la politique de réencadrement progressif des crédits initialement hors encadrement sera franchie le 1er avril 1980. Ces crédits qui concernent l'agriculture, le logement et l'exportation, représentent un tiers du volume total des crédits; ils ont progressé depuis quelques années beaucoup plus rapidement que les crédits encadrés.

M. Ciampi pense qu'on ne doit pas exclure l'hypothèse d'un renversement de la conjoncture américaine dans un avenir proche et donc d'une certaine atténuation des pressions inflationnistes et il est à espérer que les mesures en cours de préparation accéléreront ce développement. Dans leur action, les pays ne devraient pas s'appuyer uniquement sur les mesures de politique monétaire, mais ils devraient également prendre en considération des mesures fiscales et budgétaires. Si ces dernières n'exercent pas d'effets immédiats, elles sont susceptibles d'influer très rapidement sur les attentes. En outre, en matière de politique monétaire, il conviendrait de mettre l'accent sur les instruments quantitatifs plutôt que sur les taux d'intérêt. Dans ce contexte, les autorités italiennes entendent renforcer le régime d'encadrement des crédits en obligeant les banques commerciales à détenir des dépôts non rémunérés en cas de dépassement des plafonds de crédit.

M. Richardson fait remarquer, au sujet du tableau 5, que l'indication d'un taux "réel" négatif de -3,8% pour le Royaume-Uni résulte du fait que ce taux a été calculé sur la base de la hausse des prix à la consommation au cours des douze derniers mois. Or la hausse des prix à la consommation n'est pas un indicateur fiable du rythme d'inflation sous-jacent du fait qu'au Royaume-Uni une partie de cette forte hausse en 1979 a été due à un transfert, dans le budget de juin 1979, de la taxation directe vers les impôts indirects. Sans ces effets, le taux "réel" anglais se serait élevé à +4% tant en septembre 1979 qu'en février 1980.

M. de Strycker rappelle que, lors d'une des réunions précédentes, M. Lamfalussy avait mis en garde contre le risque d'une récession mondiale par suite de l'escalade des taux d'intérêt. Ce risque est devenu encore plus concret à l'heure actuelle. On peut se demander si la politique monétaire, notamment la hausse brutale des taux d'intérêt, est une arme utile pour lutter contre l'inflation aux Etats-Unis ou s'il ne serait pas préférable d'appliquer d'autres instruments comme la politique budgétaire et fiscale.

M. Lamfalussy indique qu'il ne lui était pas matériellement possible de présenter, sous une forme convenable, des graphiques analogues pour d'autres pays de la CEE; il se propose de diffuser ultérieurement ces graphiques qui, dans le cas du Royaume-Uni, de la France et de l'Italie, sont assez différents

de ceux relatifs aux Etats-Unis et à l'Allemagne.

En ce qui concerne la remarque faite par M. de Strycker, M. Lamfalussy confirme que l'inflation aux Etats-Unis ne résulte pas principalement d'une poussée des coûts, mais plutôt d'une demande intérieure excessive. Le budget public se solde par un déficit, alors qu'il devrait présenter un excédent. Devant cette situation, le Federal Reserve Board n'a pas de choix véritable; il adopte la politique du moindre mal, tout en prenant le risque d'une récession.

M. de Strycker fait remarquer que le document de la Commission en date du 5 mars 1980, intitulé "La situation économique de la Communauté, les perspectives pour 1980", dont une copie a été remise aux Gouverneurs à Bâle, semble être erroné en ce qui concerne les chiffres relatifs à la balance des paiements courants de la Belgique: tant le résultat pour 1979 que les prévisions pour 1980 sont largement inférieurs à la réalité. Etant donné que ce document a été élaboré à l'intention du Conseil des Ministres, il serait nécessaire que la Commission vérifie ces chiffres.

M. Zijlstra formule également des réserves à l'égard des chiffres relatifs à la balance des paiements et au besoin de financement du secteur public aux Pays-Bas.

M. de la Genière s'interroge aussi sur les chiffres concernant la France.

M. Gleske a également des doutes sur les chiffres concernant l'Allemagne, mais il se peut que les chiffres de la Commission soient établis selon les règles du FMI, c'est-à-dire ne comprennent que l'échange de biens et les services, et excluent les transferts unilatéraux.

M. Ortoli indique que les chiffres en question ont été examinés par le Comité de politique économique et le Groupe de coordination; il se propose de faire vérifier ces chiffres et de faire élaborer un document sur les méthodes d'établissement des données présentées par la Commission. Le cas échéant, ces problèmes pourraient être repris au niveau des Suppléants.

M. Jaans estime préférable d'établir des chiffres pour la Belgique et le Luxembourg pris ensemble, car le recensement des paiements courants entre ces pays n'est pas suffisamment certain pour permettre l'individualisation des données.

III. Problèmes relatifs à l'établissement du Fonds monétaire européen: poursuite de l'échange de vues sur la base notamment du projet de déclaration du Président du Comité, préparé par le Comité des Suppléants

M. Mikkelsen rappelle qu'à la suite de la discussion du projet de rapport préliminaire sur les problèmes relatifs à l'établissement du FME,

le Comité des Gouverneurs avait invité les Suppléants à préparer le texte d'un bref rapport oral du Président pour la session du Conseil ECOFIN du 17 mars 1980. Ce texte élaboré par le secrétariat et qui a été mis au point le 10 mars 1980 par les Suppléants, résume brièvement les délibérations du Comité et évoque les domaines où d'autres études pourraient utilement être entamées.

Se référant à la deuxième phrase à la page 2 du projet de déclaration, M. de Strycker hésite à souscrire à l'affirmation que toute nouvelle évolution nécessiterait un saut qualitatif. Il estime au contraire qu'un certain nombre de progrès pourraient être réalisés dans le proche avenir sans changement institutionnel et sans implications juridiques et politiques majeures, et il souhaite que le Comité entreprenne un travail imaginatif et créateur dans ce sens.

M. Mikkelsen signale qu'il semble y avoir un manque de concordance entre les différentes langues du projet de déclaration.

Le Comité convient de suivre le texte anglais du projet de déclaration et d'adapter les versions française et allemande pour le mot en cause. Sous réserve de cette modification qui sera insérée dans le texte final, le texte de la déclaration est adopté par le Comité.

M. de la Genière tient cependant à préciser que la déclaration ne mentionnant pas tous les domaines que les Gouverneurs ont discutés, il doit être entendu que les questions non citées et qui méritent d'être approfondies seront reprises; il s'agit notamment:

- de la création d'Ecus contre crédit ou monnaies nationales de la CEE,
- de l'utilisation de l'Ecu à l'extérieur de la Communauté.

En outre, M. de la Genière demande si le Conseil du 17 mars ouvrira un débat de fond sur le FME, rendant souhaitable la présence des Gouverneurs à cette session.

Le Président propose de prendre acte de la première remarque faite par M. de la Genière en vue des travaux futurs du Comité. Le rôle de l'Ecu est un problème très important et l'observation faite par M. de Strycker sous le point II de l'ordre du jour s'inscrit dans la même ligne de pensée.

En ce qui concerne la seconde question, il doute que le Conseil engage un véritable débat de fond à la suite de la déclaration du Président du Comité des Gouverneurs.

M. Ortoli confirme le sentiment exprimé par le Président, notamment du fait qu'il n'y a pas eu de débat préparatoire sauf dans le Comité des

Gouverneurs et le Comité monétaire. Quant au rapport que la Commission doit établir, à l'intention du Conseil européen, sur l'état des travaux et des difficultés éventuelles rencontrées, il signale que ce document sera court; il se bornerait à présenter une liste de problèmes, notamment celui du rôle de l'Ecu, que M. de la Genière vient de mentionner, sans pour autant faire à ce stade des suggestions.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 15 avril 1980 à 10 heures.

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

FEVRIER 1980

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 1980.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Le fait saillant du mois de février a été le nombre important de relèvements des taux officiels d'escompte et d'avances. Ces relèvements ont été motivés, dans divers pays, par la recrudescence des pressions inflationnistes et l'aggravation de la situation des paiements courants, sous l'influence, dans un cas comme dans l'autre, des récentes hausses de prix du pétrole. En outre, certains pays se sont sentis obligés de s'aligner sur les hausses des taux d'intérêt à l'étranger, afin d'éviter, par le maintien d'un écart jugé adéquat entre les taux d'intérêt, des mouvements de capitaux qui viendraient aggraver, au plan de la balance globale, les effets d'une évolution déjà défavorable de la balance des paiements courants.

Etant donné la persistance d'un rythme élevé d'inflation interne (les prix de gros ont enregistré une hausse de 1,6% entre la fin décembre 1979 et la fin janvier 1980), les autorités américaines ont, avec effet au 15 février, relevé le taux d'escompte de 1 point pour le porter à 13%. Le cours du dollar EU, qui était resté à peu près stable durant la première quinzaine de février, s'est raffermi après le relèvement du taux

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

d'escompte, et ce redressement s'est intensifié après le 21 février. Le dollar a bénéficié, durant cette période, de la hausse sensible des taux sur le marché monétaire de New York. C'est ainsi notamment qu'à la suite de l'augmentation du taux officiel d'escompte, les grandes banques américaines ont, dans un premier temps, relevé le taux de base d'un demi-point, pour le porter à 15 3/4% et, à la fin de février, il atteignait 16 3/4%. Vis-à-vis des monnaies du SME, le dollar a progressé dans une mesure variant de 1,5% (à l'égard de la couronne danoise) à un peu plus de 2% (à l'égard de la livre irlandaise). L'avance vis-à-vis du mark a atteint 1,9%. Mais elle a dépassé 4% à Zurich et à Tokyo. En revanche, le dollar est en recul à Londres (0,25%) et à Ottawa (1,3%).

Au sein du SME, le franc français s'est maintenu près de la limite supérieure de la bande communautaire à marge réduite, en opposition au franc belge: l'écart entre les deux monnaies est cependant revenu à 1,85% à fin février. Le florin a encore amélioré sa position et, à la fin du mois, il était pratiquement à la parité avec le franc français. Le deutsche mark est demeuré stable dans la moitié supérieure de la bande. La couronne danoise et la livre irlandaise ont occupé des positions médianes. Au cours de la seconde quinzaine du mois, le position de la couronne s'est sensiblement améliorée, tandis que la livre irlandaise, qui avait fait preuve d'une meilleure résistance au début du mois, a recommencé à perdre du terrain dans la dernière semaine de février.

En termes d'Ecus, le franc belge est resté, pendant tout le mois, près du seuil de 75% de la divergence maximale. Pour soutenir sa monnaie, la Banque Nationale de Belgique a vendu des francs français pendant la première moitié de février; au cours de la seconde moitié, elle a également procédé à des cessions de florins, de deutsche marks et de lires italiennes. Outre ses interventions en monnaies communautaires, la Banque Nationale de Belgique a vendu des dollars sur le marché. Au cours du mois sous revue, les opérations de soutien du franc belge se sont élevées au total à près de \$EU 660 millions. A partir du 28 février, le taux officiel de la Banque Nationale de Belgique a été relevé de 1,5 point, soit à 12% pour le premier tiers des quotas de réescompte, et de 1 point, soit à 13 1/2% pour le solde des quotas de réescompte et pour les avances sur titres.

Soutenue par des interventions massives, sous forme essentiellement de ventes de dollars et, dans une moindre mesure, de francs français, la

couronne danoise a maintenu sa position au milieu de la bande pendant la première moitié de février. La faiblesse de cette monnaie s'explique en grande partie par le fléchissement des importations de capitaux du fait de la réduction de l'écart entre les taux à court terme pratiqués au Danemark et à l'étranger. En conséquence, la Danmarks Nationalbank a décidé, avec effet au 18 février, de porter le taux officiel d'escompte à 13%, en hausse de 2 points. Par la suite, la couronne s'est redressée et aucun nouveau soutien n'a été nécessaire.

Au début et à la fin du mois, la Central Bank of Ireland a soutenu sa monnaie en cédant des montants modérés de livres sterling et de dollars. Fin février, le cours de la livre irlandaise par rapport au sterling s'établissait à environ 91,50, soit 2,3% de moins qu'à fin janvier.

Le franc français est resté ferme, du fait en partie du léger raffermissement des taux d'intérêt pratiqués en France, suivant en cela la tendance internationale. La Banque de France a acheté un montant limité de dollars, alors que d'autres banques centrales soutenaient leur propre monnaie en vendant des francs français.

Les fluctuations de cours du florin ont également subi les conséquences d'une légère hausse des taux d'intérêt, bien que la Nederlandsche Bank ait apporté un très important soutien au marché monétaire sous la forme de swaps contre dollars avec les banques. Dans la première moitié de février, la banque centrale a poursuivi ses achats de deutsche marks qui avaient commencé en janvier. Au cours de la seconde quinzaine, des florins ont été vendus contre francs belges dans le marché à Bruxelles.

Le deutsche mark est resté stable dans la bande communautaire. En vue de s'opposer à des mouvements erratiques des cours du dollar et de stabiliser ainsi le cours du mark dans l'ensemble, la Bundesbank a commencé, durant la dernière semaine de février, à vendre, pour des montants limités, des dollars au comptant et à terme sec. En outre, avec effet au 29 février, la Bundesbank a relevé le taux d'escompte de 1 point, le portant à 7%, et le taux des avances sur titres de 1,5 point, à 8 1/2% pour les mettre en harmonie avec le niveau accru des taux du marché. En même temps, les contingents de réescompte ont été élargis de DM 4 milliards et les restrictions quantitatives imposées, pour l'accès des banques aux avances sur titres, ont été levées. Cependant, le principe que les crédits de cette nature ne devaient servir qu'à couvrir des besoins de liquidité à court terme a été maintenu.

La lire italienne a fait preuve d'un peu plus de fermeté. La Banca d'Italia s'est abstenue de toute intervention mais, en fin de mois, des liras ont été cédées dans le marché contre francs belges par la Banque Nationale de Belgique.

Comme en janvier, la livre sterling a été très ferme en février grâce à la position favorable du Royaume-Uni sur le plan de l'approvisionnement en énergie et au niveau élevé des taux d'intérêt en sterling. Au cours du mois sous revue, la livre a été la seule monnaie européenne à s'apprécier en termes de dollar des Etats-Unis (de près de 0,5%) et son taux effectif a progressé de 71,8 à 73,2%.

La faiblesse du franc suisse, qui avait débuté en janvier, s'est poursuivie en février. Le franc suisse s'est replié par rapport à toutes les autres monnaies à l'exception du yen. Il a ainsi perdu près de 4% en termes de dollar, tandis que le cours du DM à Zurich progressait de près de 2,5% pour se situer à FS 95,70 pour DM 100 à la fin février. Le 21 février, l'interdiction de rémunérer les dépôts de non-résidents en francs suisses a été levée pour les dépôts d'épargne et pour les dépôts à terme des banques centrales à six mois ou plus. En même temps, les restrictions aux ventes à terme de francs suisses à des non-résidents ont été assouplies. En raison notamment de la déception éprouvée par les milieux du marché devant la levée seulement partielle de l'interdiction de rémunération des dépôts, le recul du franc suisse s'est intensifié par la suite. Les causes plus fondamentales de la faiblesse du franc suisse doivent être recherchées dans le fait que les taux d'intérêt pratiqués en Suisse n'ont pas suivi la tendance à la hausse observée dans d'autres pays.

Dans ces conditions, la Banque Nationale Suisse a décidé de majorer de 1 point le taux d'escompte et le taux des avances sur titres pour les porter à 3% et 4% respectivement à partir du 28 février (la hausse du taux d'escompte en Allemagne a été annoncée le même jour).

Le yen japonais est resté franchement faible, ce qui traduit les répercussions défavorables des hausses de prix du pétrole sur la situation de la balance des paiements du Japon et la tendance inflationniste. Par rapport au dollar EU, le yen a perdu 4,6% pour se situer à yen 249,80 à la fin février; dans la seconde moitié du mois surtout, la Banque du Japon a vendu d'importants montants de dollars. Avec effet au 19 février, le taux d'escompte a été relevé de 1 point, à 7,25% et, le 26 février, les autorités ont annoncé qu'à partir du 1er mars les réserves minimales

obligatoires sur les dépôts et sur certains autres éléments du passif des banques seraient relevées afin d'absorber environ yens 400 milliards de liquidités.

Tant la couronne norvégienne que la couronne suédoise ont fait preuve de plus de fermeté vis-à-vis du dollar EU que les monnaies du SME. La couronne norvégienne n'a perdu que 0,5% contre dollar EU et la couronne suédoise 1,1%. La fermeté de la couronne norvégienne a été influencée par les entrées de capitaux correspondant à des emprunts officiels et par les attentes d'une réévaluation. Le dénouement continu de contrats d'achats à terme conclus vers la fin de 1979 a été toutefois compensé par de nouvelles interventions de telle sorte que, sur une base nette, il n'y a eu que des montants limités d'achats de dollars. La banque centrale de Suède a vendu des dollars pour des montants beaucoup plus faibles qu'en janvier.

Enfin, le dollar canadien a progressé de près de 1,5% à New York et s'est, par conséquent, raffermi sensiblement vis-à-vis de toutes les autres devises. Bien que les taux d'intérêt à court terme américains se soient élevés sensiblement au-dessus du niveau des taux au Canada, l'étranger a manifesté un intérêt considérable dans les avoirs en dollars canadiens, par suite, en partie, de la position relativement favorable du Canada en matière d'énergie et, à un degré moindre, de l'élection d'un gouvernement fédéral majoritaire intervenue le 18 février.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

En février, les interventions en dollars au comptant effectuées par les banques centrales participant à la concertation se sont traduites par \$3,45 milliards de ventes nettes. Les ventes brutes ont atteint \$5,3 milliards, les achats \$1,85 milliard.

Les ventes de dollars se sont produites surtout pendant la seconde quinzaine du mois, traduisant la fermeté de la devise américaine sur l'ensemble des marchés pendant cette période.

La majorité des ventes en dollars ont été effectuées par la Banque du Japon (en raison de la faiblesse persistante du yen) et par la Deutsche Bundesbank (dont la moitié environ des cessions de dollars correspondent aux conversions du produit des emprunts étrangers en deutsche marks). Les principaux autres vendeurs de dollars ont été la Danmarks Nationalbank et, dans une moindre mesure, la Banque Nationale Suisse et la Sveriges Riksbank.

Les achats nets de dollars ont été effectués principalement par la Banque du Canada, la Bank of England et la Banque de France. La Federal Reserve Bank of New York a également été acheteuse nette de dollars au début du mois.

Vers la fin du mois, la Banque Nationale Suisse et la Deutsche Bundesbank sont intervenues toutes deux sur le marché à terme en procédant à des ventes directes de dollars.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions effectuées en monnaies européennes par les banques centrales des pays membres du SME ont atteint au total l'équivalent d'environ \$750 millions en février et ont toutes eu lieu à l'intérieur de la marge de 2,25%.

Elles traduisent essentiellement l'aide fournie au franc belge au cours du mois (voir chapitre I).

Des interventions beaucoup plus modérées en monnaies européennes ont eu lieu à Copenhague, où la Danmarks Nationalbank a vendu des francs français et un faible montant de deutsche marks. L'ensemble de ces interventions a été réglé pour près de 90% par cession d'Ecus au comptant et pour le solde par prélèvement sur les réserves en deutsche marks. D'autre part, la Nederlandsche Bank a continué, pendant la première quinzaine du mois, d'acheter régulièrement des marks, suivant sa politique adoptée en janvier. Les interventions de la Federal Reserve Bank of New York mentionnées au chapitre II ont toutes été effectuées contre deutsche marks.

* * *

Le dollar EU et le yen japonais sont restés au premier plan de la scène pendant les premiers jours de mars.

Soutenue par la hausse persistante des taux d'intérêt à New York (le "prime rate" atteint 17 3/4%), la monnaie américaine a encore fait preuve d'une fermeté considérable. Cette évolution a donné naissance à des ventes massives de dollars par la Deutsche Bundesbank (d'un montant de \$2,8 milliards pendant la première semaine de mars, dont \$450 millions de cessions directes sur le marché à terme). Malgré ces opérations, le cours du dollar a continué de s'élever, atteignant DM 1,799 à Francfort (soit 1 1/2% au-dessus du cours de fin février et 3,9% au-dessus du niveau de fin 1979). Début mars, les autorités japonaises ont annoncé une

série de mesures de défense de leur monnaie et, en particulier, un accroissement des interventions de soutien du yen en coordination avec leurs homologues américains, allemands et suisses, l'intention de recourir en cas de besoin à la facilité de swaps auprès de la Réserve Fédérale et des dispositions visant à stimuler les entrées de capitaux étrangers au Japon. De ce fait et grâce à des interventions massives (atteignant au total \$2,9 milliards, dont une faible partie a été effectuée à New York et à Zurich), le yen a réussi à se redresser légèrement par rapport au dollar.

Au sein du SME, la situation est demeurée fondamentalement inchangée. Les autorités belges ont continué à vendre des dollars, florins, francs français, liras et deutsche marks pour soutenir leur monnaie, qui s'est maintenue au bas de la bande. A l'autre extrémité, le florin a continué à faire preuve de vigueur et a remplacé le franc français à la première place dans le SME.

La tendance à la hausse de la livre, qui avait caractérisé cette monnaie en janvier et en février, ne s'est pas poursuivie au cours des premiers jours de mars, étant donné que le niveau des taux d'intérêt à court terme sur le dollar a dépassé celui des taux concernant le sterling; la valeur en dollars de celui-ci avait fléchi, le 7 mars, de 2,4% par rapport au niveau de février. La Bank of England est apparue sur le marché comme vendeuse nette d'un montant limité de dollars.

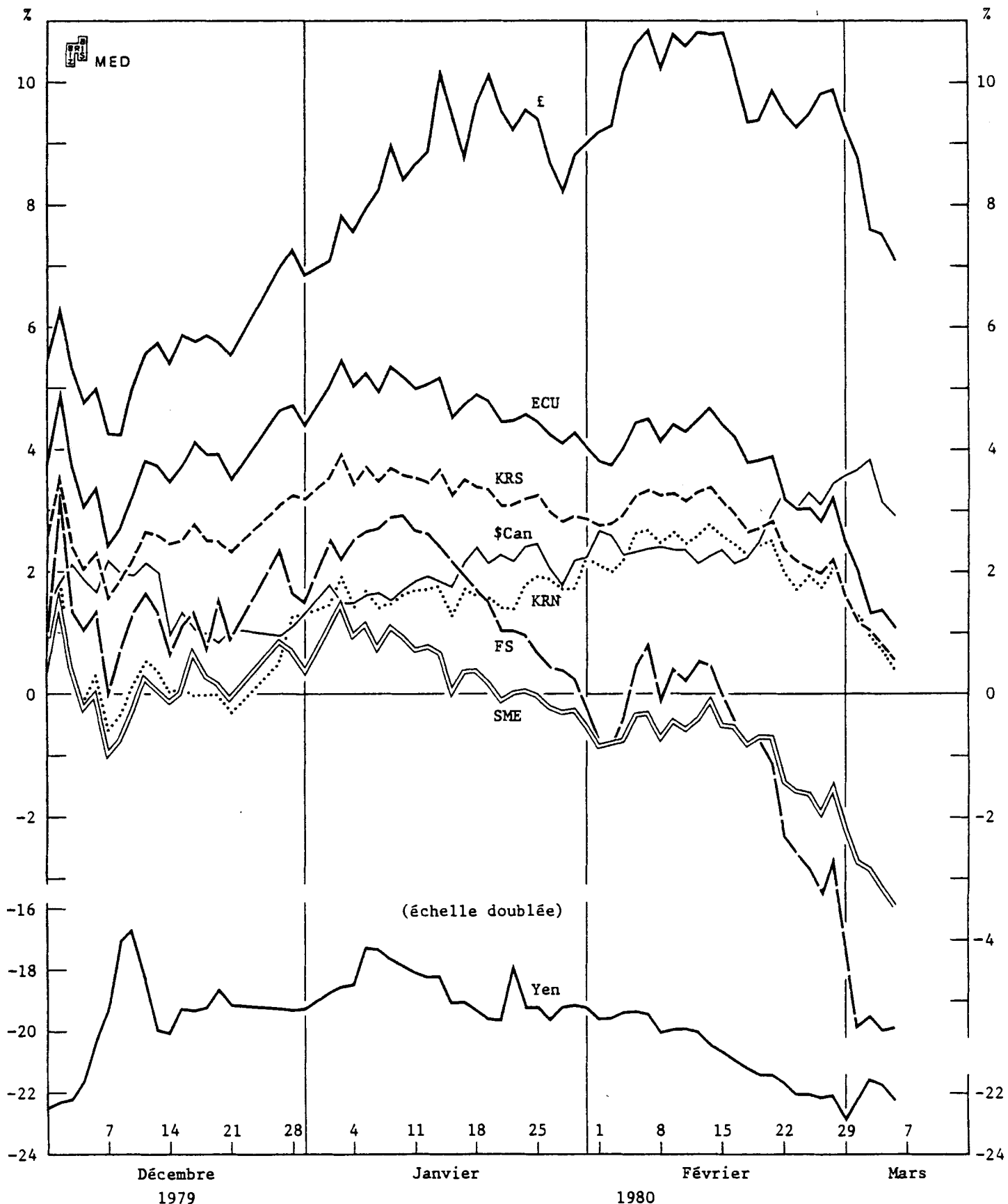
A Zurich, le cours du dollar s'est raffermi de 1,6% à FS 1,7200 pendant la première semaine de mars. La position du franc suisse par rapport aux monnaies du SME est restée inchangée au total, l'affaiblissement initial ayant été compensé par une reprise au cours de la semaine. La Banque Nationale Suisse a soutenu le franc en cédant des quantités considérables de dollars.

Le dollar canadien n'a pas pu poursuivre son mouvement de hausse à l'égard de la monnaie américaine pendant les derniers jours: le dollar EU s'est apprécié de 1% par rapport au dollar canadien. La Banque du Canada a vendu des dollars durant la première semaine de mars, alors qu'elle en avait acheté en février.

Enfin, la Sveriges Riksbank a intensifié quelque peu ses ventes de dollars pour soutenir la couronne.

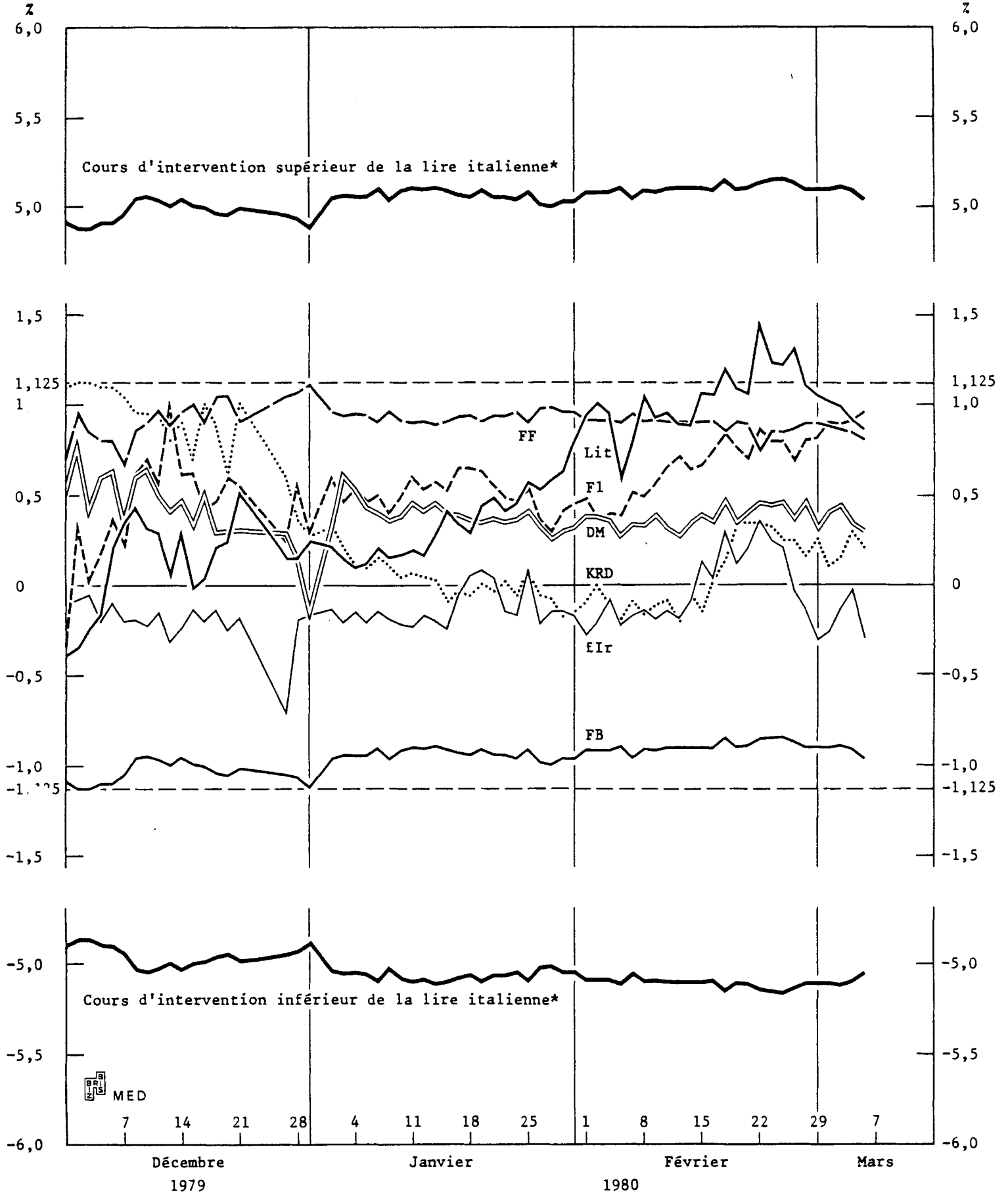
Pour l'ensemble des banques centrales participant à la concertation, la somme des ventes d'interventions en dollars a atteint, à l'issue de la première semaine de mars, \$6,7 milliards.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978
 VIS-A-VIS DU \$EU*



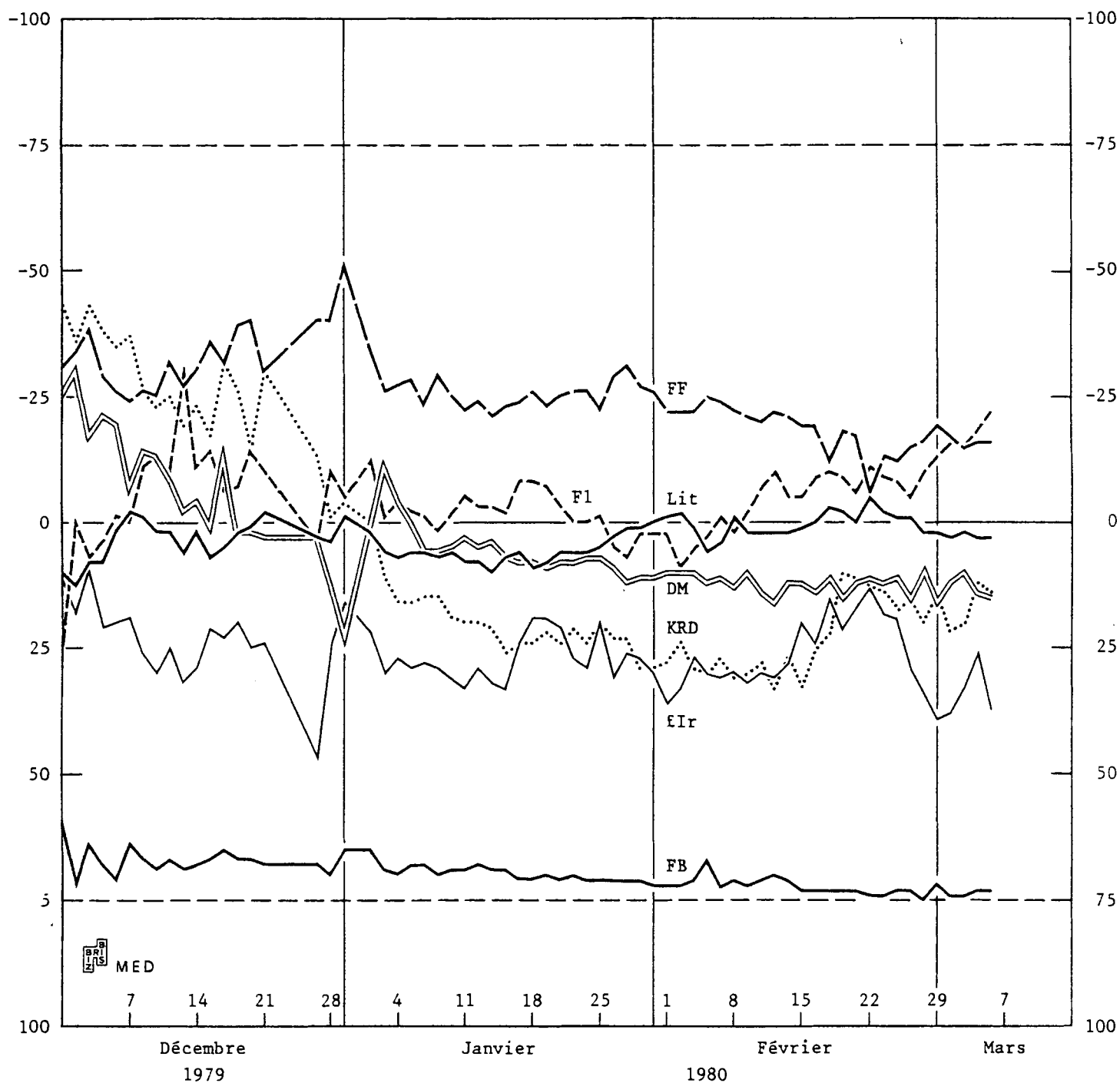
*ECU 1,37773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;
 £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

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



* 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 $\pm 2,25\%$.

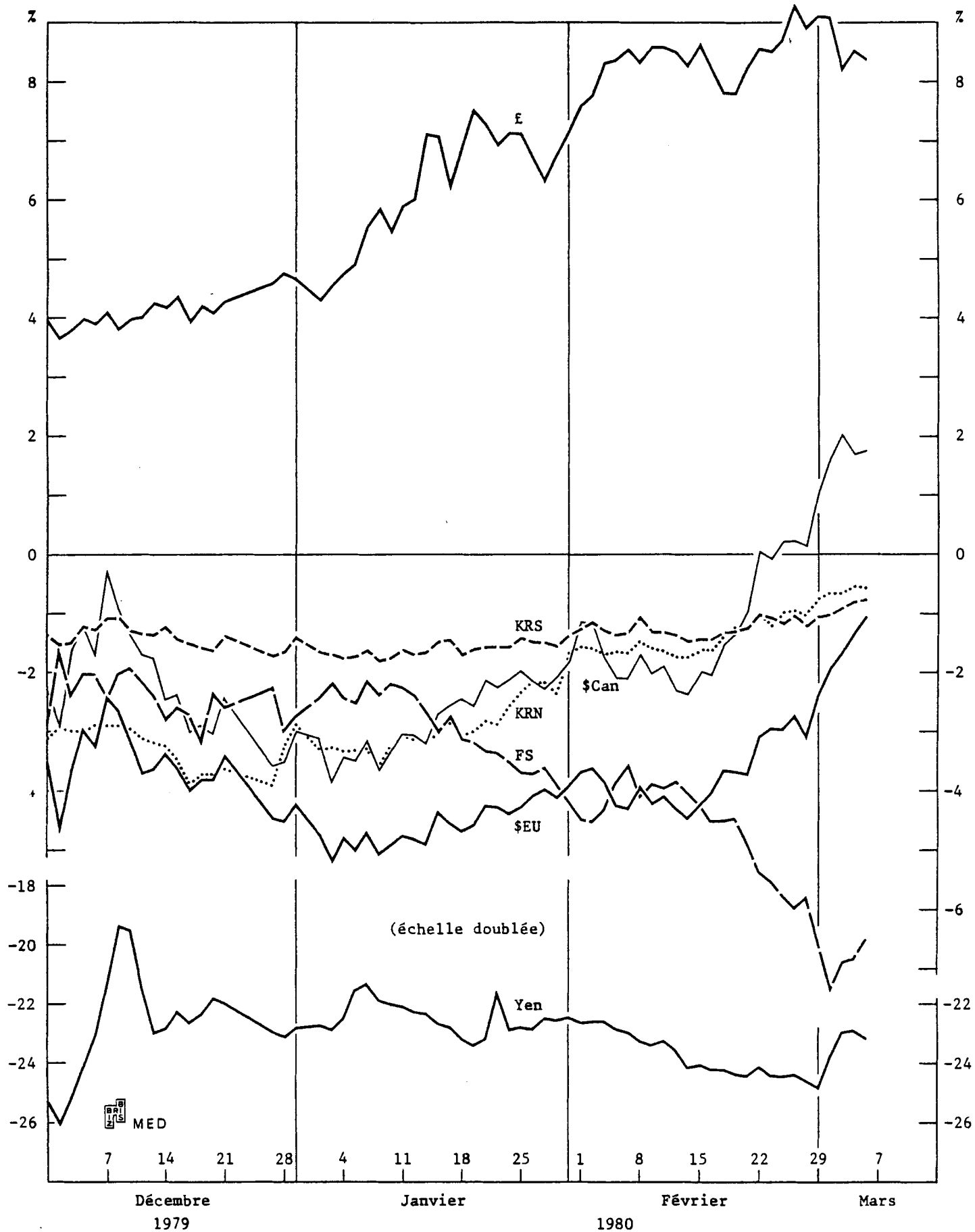
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* 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 ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'Ecu exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

6 mars 1980

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978*



*£ 0,677119; \$Can 1,63377; FS 2,23280; KRS 5,88910; KRN 6,88210; Yen 266,000; \$EU 1,37773.

6 mars 1980