

PROCES-VERBAL *
DE LA CENT-QUARANTE-QUATRIEME SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 15 AVRIL 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, Rieke et von Rosen; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par M. Lefort; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, 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, Timmerman 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. 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 143e séance

Le procès-verbal de la 143e séance tenue le 11 mars 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 13 mai 1980, et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE: Présentation par M. Heyvaert du rapport concernant l'évolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de mars et des premiers jours d'avril 1980; Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances de la CEE; Série mensuelle de statistiques.

A. Exposé de M. Heyvaert

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal. En ce qui concerne le fonctionnement de la concertation entre banques centrales, il fait remarquer que la coordination des interventions aurait pu être meilleure et que certains efforts pour provoquer des concertations sont restés sans effet. Lorsque le dollar s'est inscrit en hausse, les banques centrales européennes sont intervenues massivement sur les marchés sans pour autant pouvoir empêcher une forte appréciation de la devise américaine, tandis que les interventions des autorités américaines ont été très modestes. Les vendeurs principaux de dollars EU ont été les banques centrales dont la monnaie occupait une position relativement faible dans le SME. Les banques centrales à monnaie forte, en revanche, ont dû s'abstenir d'interventions en dollars, étant donné la position de leur monnaie dans le mécanisme de change européen. Dans ces conditions, un recours accru à des interventions en monnaies européennes aurait été susceptible d'atténuer les tensions à l'intérieur du SME.

Quand le cours du dollar a subi récemment un recul, l'action de la "Fédérale" a été plus déterminée, bien qu'encore d'une ampleur limitée; les banques centrales européennes en revanche ont été beaucoup plus discrètes; celles dont la monnaie était forte dans le SME ne sont intervenues que pour des montants marginaux, tandis que les banques centrales de Belgique et d'Allemagne ne pouvaient pas acheter de dollars EU sous peine d'affaiblir encore plus leurs monnaies qui nécessitaient déjà un soutien en francs français au sein du mécanisme de change européen.

B. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy indique qu'il est très difficile de porter un jugement qualitatif sur le cours du dollar, étant donné l'incertitude sur le développement des facteurs fondamentaux et sur l'interprétation que l'opinion publique fait de la politique monétaire américaine.

- La balance des paiements courants des Etats-Unis s'est sensiblement améliorée en 1979, mais elle devrait se détériorer cette année sous l'effet du nouveau choc pétrolier. En revanche, l'Allemagne et le Japon ont enregistré en même temps une forte détérioration de leur compte courant, mais un retour vers une position plus équilibrée n'est pas exclu. Par ailleurs, on constate que les pays dont le taux d'inflation est relativement bas éprouvent les déficits courants les plus importants, tandis que les pays à forte inflation connaissent une situation relativement favorable. Il est clair que cette situation paradoxale ne devrait pas durer longtemps; il est cependant difficile de tirer, des situations de balances des paiements, des conclusions valables sur le niveau désirable du taux de change du dollar.

- L'incertitude est tout aussi présente quant à l'évolution prévisible des prix. Les principaux pays poursuivent actuellement une politique de lutte contre l'inflation au moyen de mesures monétaires et tout dépendra de savoir quel pays sera le mieux placé pour l'emporter dans l'application d'une telle politique orthodoxe.

- Les modifications intervenues dans la technique de la politique monétaire américaine constituent un troisième facteur d'incertitude. En octobre 1979, les autorités américaines ont abandonné leur pratique d'influencer la croissance monétaire en fixant le taux d'intérêt des "federal funds" au profit d'une action sur la base monétaire qui peut s'accompagner de fortes fluctuations des taux d'intérêt. De cette façon, l'évolution de ceux-ci ne reflète plus nécessairement les intentions des autorités monétaires et les infléchissements de leur politique. Il en résulte une incertitude pour les marchés, qui a été illustrée récemment par les réactions à un certain recul des taux d'intérêt, et il est clair qu'une période assez longue d'ajustement sera nécessaire pour que les marchés perdent l'habitude que les taux d'intérêt sont les indicateurs de la politique monétaire. En outre, les Etats-Unis ont introduit en mars des mesures quantitatives similaires à un encadrement du crédit. Cette action a été entreprise du fait que les variations de taux d'intérêt très importantes se sont avérées inefficaces - elles n'ont pas exercé une influence suffisante sur la conjoncture américaine - et qu'il faudrait, en agissant uniquement au moyen des taux d'intérêt, porter ceux-ci à des niveaux démesurés.

M. Lamfalussy conclut en disant qu'en raison de ces facteurs une grande incertitude persistera pendant assez longtemps sur les marchés et

que, par conséquent, il sera très difficile d'établir un jugement sur l'évolution du cours du dollar et de suggérer éventuellement des recommandations.

C. Discussion du Comité

M. Pöhl ne partage pas les conclusions tirées par M. Heyvaert; la concertation intracommunautaire a, au contraire, fonctionné de manière très satisfaisante au début d'avril. Lorsque le deutsche mark a atteint son cours d'intervention inférieur par rapport au franc français et la Deutsche Bundesbank a dû s'abstenir d'acheter des dollars EU, une concertation a eu lieu entre la "Fédérale" et la Banque de France, qui a conduit notamment à l'activation, en l'espace de quelques heures, de l'accord de swaps entre ces deux institutions.

En outre, le recul brusque du dollar n'était pas dû à des évolutions en Europe et à un défaut de concertation car il s'était déjà amorcé sur les marchés asiatiques. Par ailleurs, ce recul devait être un choc et une leçon bénéfiques pour les opérateurs en Allemagne qui avaient spéculé durant les mois passés sur une appréciation du dollar entraînant, comme conséquence, des sorties massives de capitaux.

M. de la Genière indique qu'on ne doit pas attacher une importance excessive aux événements qui se sont produits après Pâques; ces événements ont été fortuits et exceptionnels en ce sens que deux grandes monnaies, à savoir le dollar EU et le deutsche mark, ont été faibles simultanément, alors que, depuis de nombreuses années, il était courant de voir le cours de ces deux monnaies évoluer dans des directions opposées. La baisse du dollar, du mardi 8 avril, a eu lieu en l'espace de quelques heures et était déjà en cours au moment de l'ouverture des marchés européens. L'activation de l'accord de swap avec la "Fédérale" a été très rapide, mais elle a porté sur des montants limités, étant donné l'étroitesse du marché du franc français à New York. La Banque de France, à son tour, est intervenue simultanément en dollars et en monnaies européennes pour des montants qui ne sont peut-être pas considérables mais qui sont cependant relativement importants si l'on tient compte de la dimension assez limitée du marché des changes de Paris. Des interventions plus massives, de l'ordre du milliard de dollars, n'ont eu lieu que très rarement dans le passé, lors de véritables crises de change affectant le franc français et dans l'attente de mesures plus fondamentales. On peut donc dire, en réponse à la critique qui a été faite, qu'il y a eu une concertation qui n'a pu aboutir à des résultats entièrement satisfaisants du fait de l'ampleur des mouvements sur les marchés et des circonstances exceptionnelles.

Il semble d'autre part que l'élément le plus important des dernières semaines n'a pas été la baisse spectaculaire du dollar après Pâques, mais plutôt sa forte hausse fin mars et début avril qui risquait fort d'entraîner un ajustement brutal. Sans se prononcer sur le bien-fondé du niveau du cours du dollar atteint début avril, il est clair qu'une hausse aussi rapide n'était pas normale. Malgré des interventions substantielles, les banques centrales participant à la concertation n'ont pas réussi à contrôler suffisamment ce mouvement et il n'est pas certain qu'une concertation encore plus étroite et l'application d'autres méthodes d'intervention auraient abouti à de meilleurs résultats. Il semble clair, en revanche, que l'efficacité de la concertation et la maîtrise des fluctuations des taux de change à court terme exigent l'adoption de certaines règles de conduite quant aux politiques de change et d'intervention au jour le jour. Il conviendrait donc de réfléchir à des lignes directrices ou règles de comportement qui pourraient se substituer à la règle contraignante de l'écart quotidien de 1% que certaines banques centrales ne sont pas prêtes à accepter.

Il est également à noter qu'à la suite de l'application de l'arme des taux d'intérêt dans la lutte contre l'inflation aux Etats-Unis, les taux d'intérêt dans ce pays, et en Europe qui a dû suivre la politique américaine, sont bloqués à la hausse à un très haut niveau. De ce fait, les autorités monétaires ne disposent plus d'une marge de manoeuvre pour répondre à un repli du cours de leur monnaie par un relèvement des taux d'intérêt; il s'en suit un volume croissant d'interventions ou de plus larges fluctuations des taux de change.

M. Pöhl indique qu'il tire des événements récents des conclusions différentes de celles de M. de la Genière. En effet, les interventions massives effectuées par les banques centrales, notamment la Deutsche Bundesbank, n'ont pas empêché la forte hausse du dollar; en outre, elles réduisent le risque de change pour les opérateurs sur les marchés et, partant, elles sont de nature à renforcer un différentiel de taux d'intérêt donné et à encourager ainsi des mouvements de capitaux supplémentaires. A cet égard, il est à rappeler qu'on a observé, début 1978, un différentiel de taux d'intérêt important en faveur du dollar, mais étant donné l'existence d'un risque de change élevé à l'époque, ce différentiel n'a pas entraîné d'importantes sorties de capitaux de l'Allemagne. Au cours des mois récents, le différentiel de taux d'intérêt en faveur du dollar a provoqué des sorties massives, du fait que les opérateurs, escomptant une appréciation du dollar, ont considéré le risque

de change comme négligeable par rapport au gain d'intérêt. Les variations des cours de change, comme par exemple la chute récente du dollar, sont donc de nature à faire sentir aux opérateurs l'existence du risque de change et à limiter l'ampleur des mouvements de capitaux.

En outre, d'une part, les effets des fluctuations des taux de change sur l'économie réelle sont relativement limités, les différents secteurs de l'économie allemande ayant su s'y adapter, durant les dernières années, de manière souple; d'autre part, près de 60% du commerce extérieur allemand sont effectués avec des pays avec lesquels l'Allemagne est liée par des taux de change fixes ou quasi fixes.

M. Pöhl conclut en disant que l'expérience des derniers mois montre qu'il serait préférable de limiter l'ampleur des interventions. En effet, il est apparu à nouveau que les marchés sont capables de s'adapter à des mouvements exagérés dans l'une ou l'autre direction. D'autre part, le contrôle des cours de change devrait s'appuyer sur des instruments de politiques économique et monétaire internes plutôt que sur les interventions.

Le Président constate que le Comité se trouve en présence de deux options de politique de change: selon la première, il faudrait limiter l'ampleur des interventions et accepter des variations brutales des cours, tandis que la seconde vise à lisser les fluctuations à court terme.

M. de Strycker exprime sa surprise sur la divergence de vues qui semble se manifester au sein du Comité des Gouverneurs. Il pensait que depuis de nombreuses années une conviction générale était établie sur l'opportunité de rechercher une plus grande stabilité des taux de change. Cette conviction a présidé tant à la mise en place du Système monétaire européen qu'à l'assentiment qu'a rencontré la tentative annoncée en novembre 1978 par les autorités américaines de reprendre en main le développement du cours du dollar. L'avis selon lequel les banques centrales devraient intervenir moins et tolérer des fluctuations des taux de change plus fortes est donc assez étonnant et il est clair que l'existence parmi les Gouverneurs d'une divergence de vues fondamentale sur les questions de nature générale rendra extrêmement difficile le fonctionnement de la concertation quotidienne au niveau des experts. Tous les efforts possibles devraient donc être déployés pour rapprocher les points de vues.

Mis à part l'existence de vues divergentes sur les principes généraux des politiques de change et d'intervention, l'insuffisance constatée

par M. Heyvaert, des résultats de la concertation après Pâques, peut également être attribuée à certains facteurs plus techniques:

- La baisse du cours du dollar EU s'est produite dans des conditions exceptionnelles en ce sens que la contrepartie traditionnelle de cette monnaie, le deutsche mark, accusait également une faiblesse relative par rapport à d'autres monnaies européennes. Cette situation sans précédent, à laquelle les banques centrales n'étaient pas préparées, a rendu difficile une réponse adéquate au mouvement brutal du cours du dollar.
- A certains moments, l'action vis-à-vis du dollar est limitée par la situation à l'intérieur du SME et la combinaison des exigences de celui-ci et d'une "politique dollar" est malaisée.
- A l'ouverture des marchés, le mercredi 9 avril 1980, les banques centrales se sont trouvées en présence d'une baisse du cours du dollar qui avait atteint déjà plusieurs points sur les marchés asiatiques. Ne faut-il donc pas réfléchir sur des dispositions appropriées pour ne pas être mis devant un fait accompli par les évolutions sur les marchés asiatiques.

Il serait utile que les experts étudient ces trois problèmes en vue de proposer des remèdes et des solutions.

M. Zijlstra pense que la divergence de vues n'est pas aussi profonde qu'en apparence. Tout dépend de la situation concrète à laquelle les autorités monétaires doivent faire face. Dans la situation exceptionnelle d'après Pâques, il a été indiqué de permettre un recul prononcé du cours de la devise américaine, recul qui a corrigé la hausse exagérée intervenue fin mars et début avril. Dans d'autres situations plus normales, il semble utile de rechercher une plus grande stabilité des taux de change, tant au moyen des politiques d'intervention que par la mise en oeuvre de politiques monétaires internes appropriées.

M. Richardson enchaîne sur les propos des deux orateurs précédents et reconnaît que l'Europe était en général favorable au raffermissement du dollar qui s'est produit jusqu'au début d'avril et pour lequel le différentiel de taux d'intérêt, notamment avec le deutsche mark, a été déterminant. Les événements des deux journées des 8 et 9 avril ont probablement révélé, comme l'a indiqué M. de Strycker, une situation nouvelle caractérisée par la faiblesse simultanée du dollar et du deutsche mark.

La journée du 8 avril a été encore relativement calme et les interventions faites par diverses banques centrales n'appellent pas de

remarques, si ce n'est que la "Fédérale" avait prolongé son action en plaçant des ordres à des cours fixes sur les marchés asiatiques. Le mercredi 9 avril ceux-ci ont ouvert dans le calme mais les problèmes sont apparus quelques heures plus tard, à l'ouverture des marchés européens. A ce moment-là, la "Fédérale" n'a plus soutenu sa monnaie et, comme certains l'ont dit, il y a eu des hésitations parmi les banques centrales européennes quant à la vigueur de l'action à entreprendre. Il est évidemment assez facile de considérer maintenant que la chute brutale du dollar a été un choc salutaire mais, à chaud, c'est-à-dire le mercredi matin 9 avril, il était difficile d'apprécier immédiatement l'ampleur du mouvement et il n'existait pas semble-t-il une attitude commune qui aurait été déjà dégagée en faveur de laisser tomber abruptement le cours du dollar.

M. Ciampi partage l'avis de M. Zijlstra; la divergence apparente entre M. de la Genière et M. Pöhl n'est pas aussi grave qu'il semble. L'abandon du système de parités fixes a été fait dans la conviction que les fluctuations de cours sont inévitables et même, dans une certaine mesure, salutaires. L'expérience des dernières semaines a été tout à fait exceptionnelle. La position de M. de la Genière semble pouvoir être interprétée comme le vœu d'un accroissement de la consultation entre banques centrales afin de réduire la fréquence et l'ampleur des fluctuations; celle de M. Pöhl est une expression de réalisme reconnaissant qu'on ne peut pas en toute occasion éviter les fluctuations et que, dans certains cas, celles-ci peuvent avoir un effet rassérénant sur les spéculateurs. En tout état de cause, la concertation devrait être renforcée mais sans prendre d'engagements précis qui pourraient jouer en faveur des spéculateurs.

M. Lamfalussy indique qu'il a été très frappé, au cours des dernières semaines, non pas par un manque de concertation au sein de la CEE, mais plutôt par une attitude asymétrique entre les Etats-Unis d'un côté et le reste du monde de l'autre. Quand le cours du dollar montait, un certain nombre de pays sont intervenus pour freiner la hausse, quand il a baissé, ces pays n'ont pratiquement pas agi et la "Fédérale" est intervenue. Cela signifierait que les pays interviennent pour s'opposer à une baisse de leur monnaies mais pas pour s'opposer à une hausse. Ce genre d'asymétrie est porteur de danger et requiert une concertation très réelle au niveau des options politiques et pas seulement à celui des modalités d'intervention.

En réponse à une question de M. de la Genière, qui se demande pourquoi une telle attitude asymétrique comporte un danger, M. Lamfalussy précise

qu'il y voit une tentative d'appréciation compétitive ou, en tout cas, une volonté d'empêcher une dépréciation. Si tous les pays agissent de la sorte, on risque d'avoir une escalade des taux d'intérêt et éventuellement un effet majeur sur l'activité économique mondiale.

M. Pöhl tient à rappeler que le fameux mercredi de Pâques, la Deutsche Bundesbank a acheté des dollars pour environ 100 millions, mais a dû rapidement interrompre cette action, le deutsche mark étant au plancher de la bande communautaire. La Banque Nationale Suisse a effectué, en fonction de la relation DM/FS, quelques ventes modérées de dollars qu'elle a arrêtées dès que le mouvement du dollar est apparu clairement. Très vite, grâce à la concertation qui a bien fonctionné, on a obtenu que la Banque de France achète des dollars sans pouvoir freiner, il est vrai, la chute du cours de cette monnaie.

En se référant aux remarques de M. de Strycker, M. Pöhl précise qu'il ne souhaite pas des fluctuations vives et abruptes - la pratique de la Deutsche Bundesbank montre qu'il n'en est rien - mais qu'il constate que des interventions massives semblent être impuissantes à gêner ou à empêcher certaines évolutions. Au contraire, des interventions massives peuvent parfois amplifier, voire inciter les mouvements de capitaux en supprimant le risque de change.

M. de la Genière estime, en réponse aux propos de M. Lamfalussy, que dans la phase actuelle de lutte contre l'inflation une certaine tendance à l'appréciation des monnaies est une conséquence inévitable et qu'il y aurait lieu de craindre davantage une détérioration du système monétaire international si les pays avaient tous à l'esprit des dépréciations compétitives.

M. de la Genière tient en outre à "relativiser" la divergence entre sa position et celle de M. Pöhl. En effet, la Deutsche Bundesbank a montré à plusieurs reprises dans le passé, et notamment depuis le début de l'année, qu'elle pouvait intervenir massivement alors que la Banque de France s'est vu reprocher récemment de ne pas intervenir suffisamment.

M. Heyvaert complète ses remarques précédentes concernant l'insuffisance de la concertation:

- Comme M. Lamfalussy l'a souligné, il y a eu au cours des dernières semaines une mauvaise répartition dans les interventions: lorsque le cours du dollar a monté, la "Fédérale" s'est abstenue et les autres pays sont intervenus énergiquement; lorsque le cours a baissé, l'inverse s'est produit. Une meilleure concertation avec

la "Fédérale" aurait pu peut-être mieux répartir la charge des interventions.

- Lors des perturbations exceptionnelles enregistrées par le dollar, les membres du SME n'ont pas mis à profit une action sur le dollar combinée avec une meilleure cohésion dans le SME; dans cette optique, le deutsche mark ne pouvant pas être vendu, le franc français aurait pu être davantage utilisé. Or, durant les jours cruciaux des 8, 9 et 10 avril, la "Fédérale" a vendu, pour l'équivalent de 650 millions de dollars, des marks alors que ce dernier était au plancher dans le SME et devait être soutenu simultanément au moyen de francs français. Parallèlement, l'action de la Banque de France en dollars et encore plus celle de la "Fédérale" en francs français ont été très faibles.

Le Président conclut en constatant qu'il a été très utile pour la discussion du Comité que M. Heyvaert présente ouvertement et clairement les problèmes rencontrés dans le fonctionnement de la concertation.

La discussion a montré que si la stabilité et la cohésion au sein du SME restent l'objectif des pays de la CEE, il peut parfois être utile ou salubre d'accepter des variations abruptes dans les relations de change entre les cours des monnaies du SME et le dollar. En ce qui concerne les politiques d'intervention, il y a parfois des choix difficiles quant aux montants à mettre en jeu et il peut y avoir quelques différences d'opinions entre les banques centrales. Certaines peuvent même se demander après coup, comme la Deutsche Bundesbank, si les interventions massives qui ont été faites lors de la montée du cours du dollar ont été la meilleure attitude possible.

Le Président constate enfin l'adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

III. Reprise de l'échange de vues sur la coordination des politiques de change des banques centrales de la CEE à l'égard du dollar

A l'invitation du Président, M. Heyvaert présente brièvement les principaux éléments du Rapport No 45 que le groupe d'experts qu'il préside a établi sur la coordination des politiques de change des banques centrales de la CEE à l'égard du dollar.

M. Mikkelsen précise que les Suppléants ont centré leur échange de vues préparatoire au débat des Gouverneurs sur l'appréciation périodique sur le comportement du dollar qui est suggérée par les experts à la page 6 du Rapport No 45. De l'avis des Suppléants, une telle appréciation devrait devenir un élément régulier du travail du Comité des Gouverneurs. Bien qu'il s'agisse d'une tâche délicate et difficile, il semble néanmoins utile de l'entreprendre et il serait peut-être indiqué d'y associer M. Lamfalussy qui pourrait être invité à présenter une certaine appréciation sur le dollar.

Le Président constate que d'après les Suppléants la base d'un effort accru de coordination des politiques de change à l'égard du dollar devrait consister en une appréciation qualitative et périodique du comportement de la monnaie américaine. Il suggère que le Comité suive cette voie qui n'exclut pas l'établissement ultérieurement de règles plus précises.

Le Président prend note de l'accord du Comité sur la suggestion faite par les Suppléants.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Rôle du Comité dans les procédures de réalignement des cours-pivots au sein du SME

Le Président rappelle que cette question a été soulevée par M. Zijlstra lors de la réunion d'octobre 1979 et il invite M. Mikkelsen à présenter le résultat de la discussion des Suppléants.

M. Mikkelsen indique qu'à la suite du premier réalignement de cours-pivots au sein du SME en septembre 1979, il a été estimé nécessaire d'améliorer les procédures de réalignement. Les Gouverneurs se sont penchés sur cette question à Belgrade, le 1er octobre, et les Suppléants l'ont examinée brièvement en novembre et décembre. Depuis lors, le Comité monétaire a adopté un avis sur certains aspects techniques des réalignements (document II/82/80 final) et préparé un projet d'avis au Conseil (sur la procédure de consultation préalable à mettre en oeuvre avant toute modification des parités) qui remplace celui du 8 mars 1974.

Etant donné le rôle joué par les banques centrales dans les travaux du Comité monétaire, cette question ne semble pas requérir un réexamen, ni devoir faire l'objet d'un avis écrit du Comité des Gouverneurs. Il se

peut cependant que les Gouverneurs désirent prendre acte de l'aboutissement, sur le plan pratique, de leurs discussions commencées le 1er octobre et de l'attribution au Président du Comité des Gouverneurs d'un rôle dans la procédure de consultation.

Le Président constate que le Comité adopte la recommandation qui vient d'être exprimée par M. Mikkelsen au nom des Suppléants.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi 13 mai 1980 à partir de 10 heures.

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

MARS 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 mars et les premiers jours d'avril 1980.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En mars, l'évolution des marchés des changes a été surtout caractérisée par la hausse persistante et rapide des cours du dollar EU. La monnaie américaine, qui avait commencé à s'améliorer après le relèvement du taux de l'escompte à la mi-février, s'est fortement appréciée à partir du début de mars, principalement par suite du mouvement ascendant des taux d'intérêt à court terme du marché, qui a été encouragé par l'attente de nouvelles restrictions en matière de monnaie et de crédit, dans le cadre du nouveau programme de lutte contre l'inflation. Ce train de mesures, qui a été annoncé le 14 mars, comportait, outre d'importantes dispositions fiscales, budgétaires et énergétiques, une série d'actions dans le domaine de la monnaie et du crédit.

Il en est résulté une nouvelle montée des taux d'intérêt (le taux de base a été porté à 19,50% par une série d'augmentations à intervalles rapprochés), d'où une hausse du cours du dollar sur tous les marchés des changes, malgré des interventions importantes et généralisées de presque toutes les banques centrales et l'adoption de restrictions monétaires et de crédit par plusieurs pays.

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

En mars, les cours du dollar ont enregistré les pourcentages de variation suivants:

Amsterdam	+9,0
Bruxelles	+8,3
Copenhague	+9,3
Dublin	+7,3
Francfort	+9,6
Londres	+4,9
Oslo	+5,5
Ottawa	+3,8
Paris	+7,8
Rome	+9,4
Stockholm	+6,1
Tokyo	-0,2
Zurich	+8,8

A l'exception de la lire italienne, qui s'est légèrement dépréciée, les monnaies participant au SME sont restées généralement stables pendant la première quinzaine, mais elles ont subi par la suite de larges fluctuations. La couronne danoise et, plus particulièrement le deutsche mark, ont commencé à glisser vers la limite inférieure de la bande de fluctuation. Le deutsche mark s'est même situé, dans les tout derniers jours de mars, au même niveau que le franc belge, de sorte que les deux monnaies ont occupé une position opposée à celle du franc français, qui était alors tout seul au sommet du système, le florin s'étant légèrement déprécié entre-temps.

Fin mars, la situation au sein de la bande de fluctuation du SME se présentait ainsi: le deutsche mark, le franc belge et la couronne danoise à la limite inférieure de la bande, la lire italienne, le florin et la livre irlandaise au milieu, le franc français à la limite supérieure.

Ce mouvement a manifestement affecté l'évolution des indicateurs de divergence. L'un des facteurs importants a été l'aggravation rapide de la divergence du deutsche mark après le 17 mars. Simultanément, l'indicateur du franc français s'est approché du seuil supérieur, tandis que le franc belge, qui est resté autour du seuil inférieur au cours des trois premières semaines, a ensuite amélioré progressivement sa position.

Le deutsche mark a été soumis à une forte pression à la baisse à partir du début de mars, malgré le relèvement du taux d'escompte décidé fin février. La Bundesbank a toutefois été en mesure, grâce à des ventes répétées de dollars, de maintenir la dépréciation du mark à l'égard du dollar EU sensiblement dans les mêmes limites que celles des autres monnaies du SME pendant la première quinzaine du mois considéré. L'annonce, le 14 mars, du programme américain de lutte contre l'inflation, le nouveau

bons du loyer du dollar qui en est résulté et, partant, l'élargissement de l'écart des taux au détriment du mark, ont provoqué par la suite un nouvel accroissement des sorties de fonds à court terme. Bien que la Bundesbank ait continué de vendre des dollars et malgré l'assouplissement des mesures de contrôles sur les placements en obligations allemandes par des non-résident le 28 mars, le mark a rejoint le franc belge à la limite inférieure du SME.

Durant la première quinzaine de mars, le franc belge a été soumis à une forte pression, qui a obligé la Banque Nationale de Belgique à intervenir continuellement dans diverses monnaies pour ramener l'indicateur de divergence à 75%. En dépit d'un relèvement important du taux d'intérêt sur les avances spéciales, de 14,5 à 18% le 14 mars, la pression s'est maintenue jusqu'au 19 mars, date à laquelle les autorités belges ont décidé de relever aussi les taux de l'escompte et des avances sur titres. Ces mesures ainsi que l'affaiblissement progressif du deutsche mark et des autres monnaies, ont permis au franc belge de s'éloigner sensiblement du seuil de divergence et à la Banque Nationale de Belgique de ramener ses interventions à des montants très faibles.

La couronne danoise est restée au milieu de la bande de fluctuation au début de mars, en partie grâce aux ventes modestes mais constantes de dollars EU effectuées par la Danmarks Nationalbank, mais s'est progressivement affaiblie dans les dix derniers jours du mois, pour se diriger vers la limite inférieure de la bande. Devant cette situation, la banque centrale a intensifié ses interventions en dollars EU par des ventes de francs français. La pression sur la couronne s'est atténuée fortement pendant les deux derniers jours du mois.

La livre irlandaise a été la deuxième monnaie la plus faible du système durant les trois premières semaines de mars. Elle s'est toutefois ensuite redressée au point de devenir la deuxième monnaie la plus forte à la fin du mois. A cette date, le cours de la livre irlandaise par rapport à la livre sterling s'établissait à 89,67, niveau inférieur de 1,95% à celui de fin février.

En mars, la lire italienne s'est affaiblie graduellement, passant du sommet de la bande de fluctuation étroite de 2,25% à un point très proche du centre. Le 14 mars, la Banca d'Italia a renforcé les restrictions appliquées à l'expansion du crédit, et la lire s'est maintenue dans la position où elle se trouvait alors. La Banca d'Italia n'a opéré aucune intervention en mars; des liras ont été vendues en Belgique par la Banque Nationale de Belgique au début du mois.

Le florin néerlandais a occupé une position confortable, dans la partie supérieure de la bande, pendant la première moitié du mois. Durant cette période, des florins ont été vendus par la Banque Nationale de Belgique. Ces ventes, ainsi que des paiements importants faits par le gouvernement, ont détendu les conditions du marché monétaire supprimant de la sorte le besoin de renouveler les swaps en dollars venant à échéance pour un montant de \$1,2 milliard.

D'une fin de mois à l'autre, le franc français s'est apprécié vis-à-vis de toutes les monnaies du SME autres que la livre sterling et la livre irlandaise. Cette fermeté, qui s'explique en partie par le jeu favorable du termaillage et sans doute aussi par quelques entrées de capitaux, s'est nettement confirmé durant la seconde quinzaine, en dépit d'interventions substantielles.

La livre sterling est restée assez ferme en mars, s'appréciant de 4% en moyenne par rapport aux autres monnaies du SME, en partie du fait de la situation énergétique favorable au Royaume-Uni et du niveau élevé des taux d'intérêt à court terme. La Bank of England a effectué des interventions limitées (ventes et achats de dollars) pour corriger les fluctuations, parfois relativement amples, des cours du sterling.

Malgré le relèvement du taux de l'escompte à la fin de février, le franc suisse a accusé une forte tendance à la baisse pendant la première quinzaine de mars, amenant la Banque Nationale Suisse à vendre massivement des dollars EU. Par suite de la dépréciation progressive du mark durant la seconde quinzaine de mars, la Banque Nationale Suisse n'a été amenée à reprendre ses interventions qu'aux derniers jours du mois, lorsque le cours du dollar s'est à nouveau apprécié. Les autorités ont continué à démanteler graduellement les restrictions imposées l'an dernier pour freiner les entrées de capitaux.

Le cours du yen japonais est resté relativement stable vis-à-vis du dollar tout au long du mois de mars, mais cette stabilité doit être attribuée aux massives ventes de dollars EU par la Banque du Japon, aux importantes mesures prises par les autorités japonaises en matière de monnaie, de change et de crédit, et à l'application des accords d'intervention concertée pour le soutien du yen passés avec la "Réserve Fédérale" et la Banque Nationale Suisse.

La couronne suédoise et la couronne norvégienne, cette dernière particulièrement, sont restées plus stables à l'égard du dollar EU que les monnaies du SME. La Sveriges Riksbank a toutefois effectué, à plusieurs reprises, des ventes de dollars EU pendant la première quinzaine

du mois, tandis que la Norges Bank a acheté des dollars après le milieu du mois, reflétant une très forte position de la couronne norvégienne en termes de son panier imputable au maintien d'un niveau élevé des recettes d'exportation.

Le dollar canadien a été la monnaie qui s'est le moins dépréciée à l'égard du dollar EU en mars. Ce résultat est en partie lié aux ventes importantes de dollars EU par la Banque du Canada et au relèvement notable des taux d'intérêt canadiens vers la fin du mois. En vue d'accroître la flexibilité dans la gestion monétaire, la Banque du Canada a décidé qu'à partir du 13 mars le taux de réescompte serait fixé à 1/4 de point au-dessus du dernier taux moyen établi à l'adjudication hebdomadaire des bons du Trésor à 91 jours.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

En mars, les interventions en dollars des pays participant à la concertation se sont traduites par \$13,8 milliards de ventes nettes; les ventes brutes ont atteint \$15,2 milliards et les achats \$1,4 milliard.

Les ventes de dollars ont eu lieu tout au long du mois de mars, mais ont porté sur des montants particulièrement importants pendant la première semaine et les tout derniers jours. Les plus fortes ventes ont été effectuées par la Deutsche Bundesbank et la Banque du Japon, bien que les interventions de la Banque Nationale Suisse et de la Banque du Canada aient été également considérables. La "Réserve Fédérale" a cédé des dollars sur le marché contre deutsche marks et francs suisses.

Parmi les autres banques centrales qui sont intervenues pour des montants très nettement inférieurs, la Norges Bank et la Banque de France ont été les seuls acheteurs nets de dollars.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Comparées aux mois précédents, les interventions brutes effectuées par les banques centrales participant au mécanisme de change du SME dans les monnaies de leurs partenaires ont été assez importantes; elles se sont élevées à l'équivalent de \$1,4 milliard. En outre, quelques acquisitions de francs suisses ont eu lieu contre francs français, tandis que la Central Bank of Ireland a procédé à des achats de livres sterling pour un montant restreint.

Les interventions en monnaies européennes des banques centrales participant au SME se sont traduites par des achats de francs belges, de deutsche marks et de couronnes danoises contre des ventes de francs français, de florins néerlandais et de liras italiennes. Seulement 10% de ces interventions ont eu lieu aux limites de fluctuation, le reste représentant des interventions intramarginales.

Les règlements correspondant aux interventions ont été effectués au comptant au moyen de réserves existantes, à concurrence de 75% en Ecus et de 25% en d'autres monnaies.

* * *

Pendant les dix premiers jours d'avril, le mouvement ascendant enregistré par le dollar depuis la mi-février s'est arrêté et un net revirement s'est produit. En effet, le dollar EU a atteint son maximum le 1er avril, jour où le taux de base a encore été relevé d'un demi-point pour atteindre 20%.

Par suite de la soudaine aggravation de la crise américano-iranienne, de la détérioration de la situation politique au Moyen-Orient dans son ensemble et du fléchissement marqué des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis, la devise américaine a amorcé un mouvement prononcé de baisse le 9 avril, qui a encore été accentué par la liquidation de positions longues en dollars. Ce jour-là, le dollar s'est déprécié de 4% environ vis-à-vis des autres grandes monnaies. Le 11 avril, sa perte de valeur par rapport aux cours cotés le premier jour du mois avait atteint 5,0% à l'égard du deutsche mark, 6,5% par rapport au franc suisse et 4,5% envers le franc français.

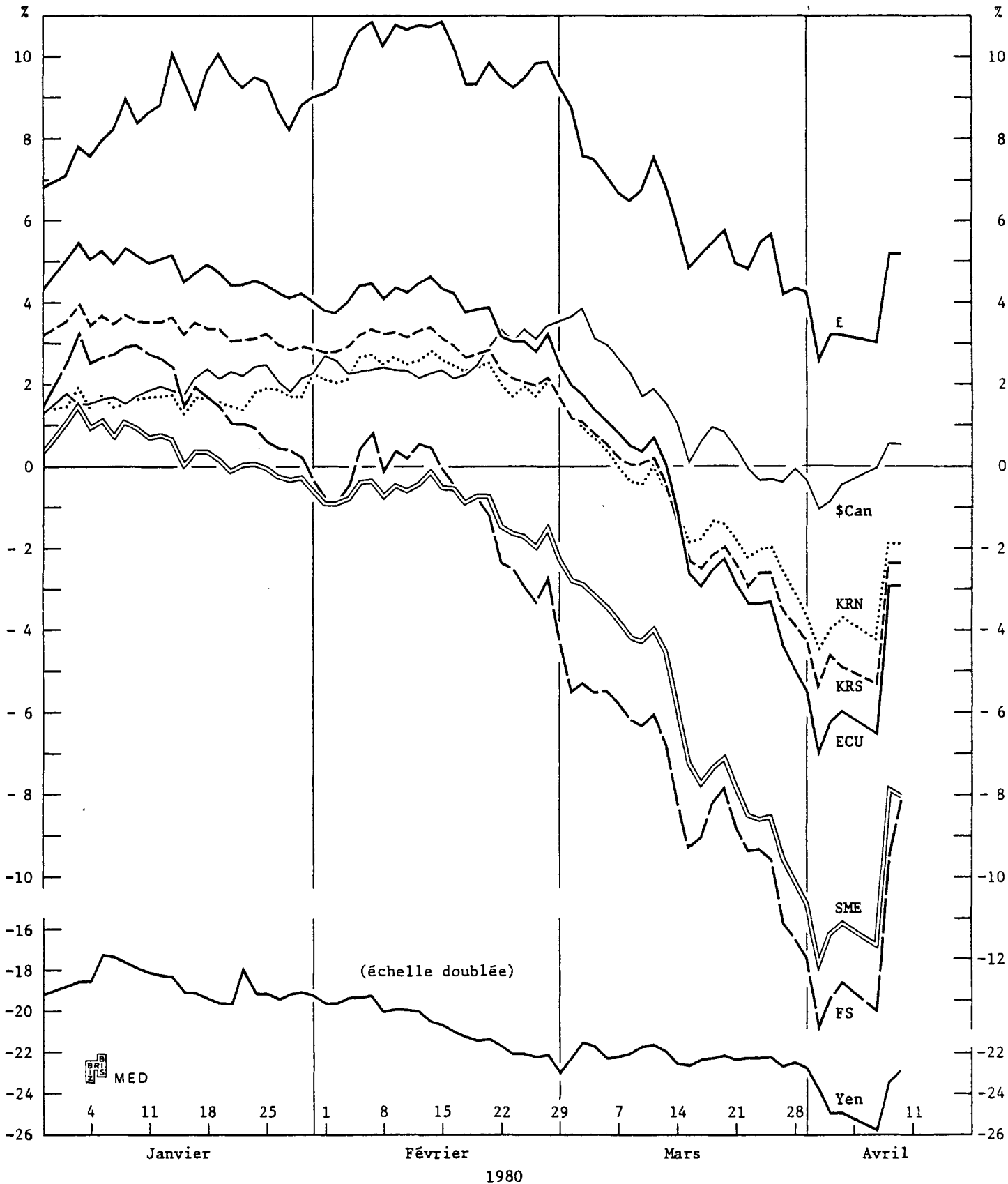
Au sein du SME également, les diverses monnaies participantes ont été affectées par la nouvelle situation. Jusqu'au 9 avril, le deutsche mark, le franc belge et, à un moindre degré, la couronne danoise, sont restés proches de la limite inférieure de la bande étroite de fluctuation, et se sont trouvés en opposition avec le franc français. La lire italienne, le florin néerlandais et la livre irlandaise ont également maintenu leur position en dépit de quelques fluctuations. Par suite cependant du changement de cap du dollar EU, le deutsche mark s'est éloigné de la limite inférieure, où demeurait en revanche le franc belge. La couronne danoise a également amélioré sa position, mais la lire italienne et la livre irlandaise ont donné des signes d'affaiblissement.

Cette évolution a été confirmée par l'indicateur de divergence; le deutsche mark est revenu à un niveau de 37% le 11 avril, tandis que la divergence négative de la lire, de la livre irlandaise et du franc belge s'accroissait.

Durant le dix premiers jours d'avril, les interventions en dollars se sont traduites par des ventes nettes de \$1,1 milliard. Les ventes, dont le total brut a été de \$2,3 milliards se sont produites principalement pendant les quatre premiers jours du mois, c'est-à-dire avant l'affaiblissement du dollar. Pendant la seconde semaine, les interventions ont généralement pris la forme d'achats, effectués principalement par la "Réserve Fédérale".

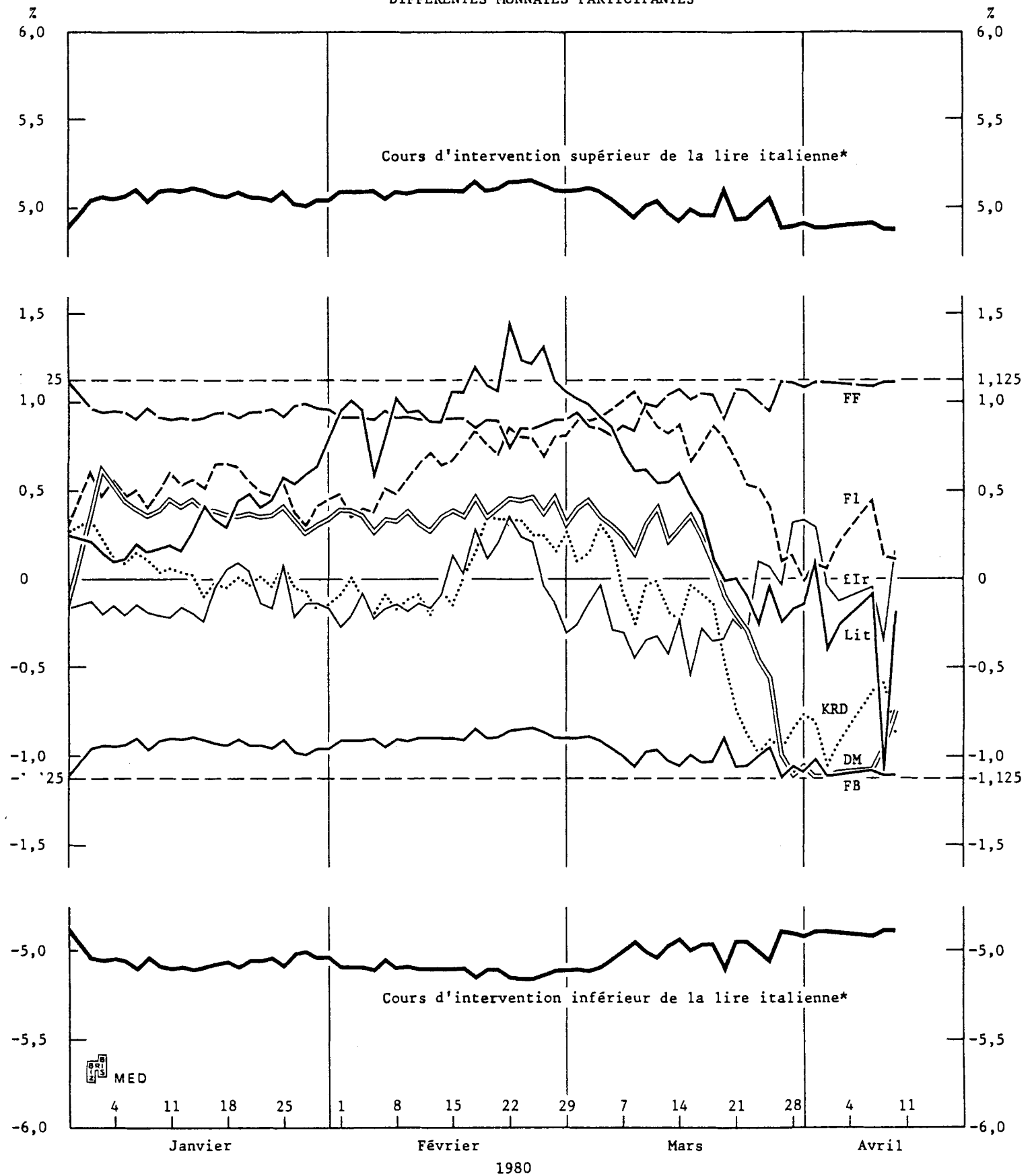
Les interventions en monnaies européennes ont porté surtout sur des achats nets de deutsche marks et de francs belges effectués aux limites contre francs français, par la Banque de France en particulier pour une contre-valeur totale d'environ \$600 millions.

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*



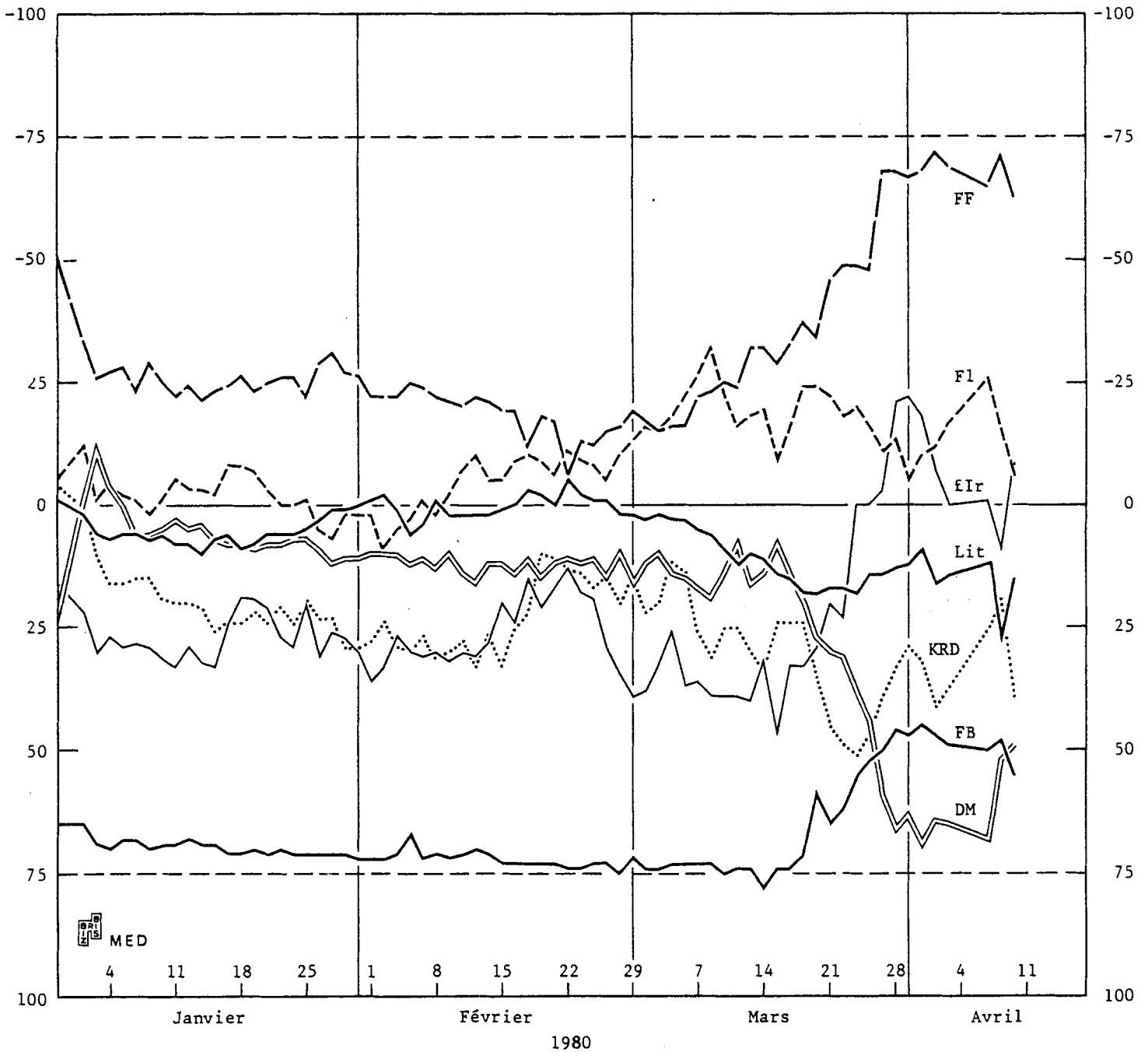
*ECU 1,3773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;
 £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

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 $\pm 2,25\%$.

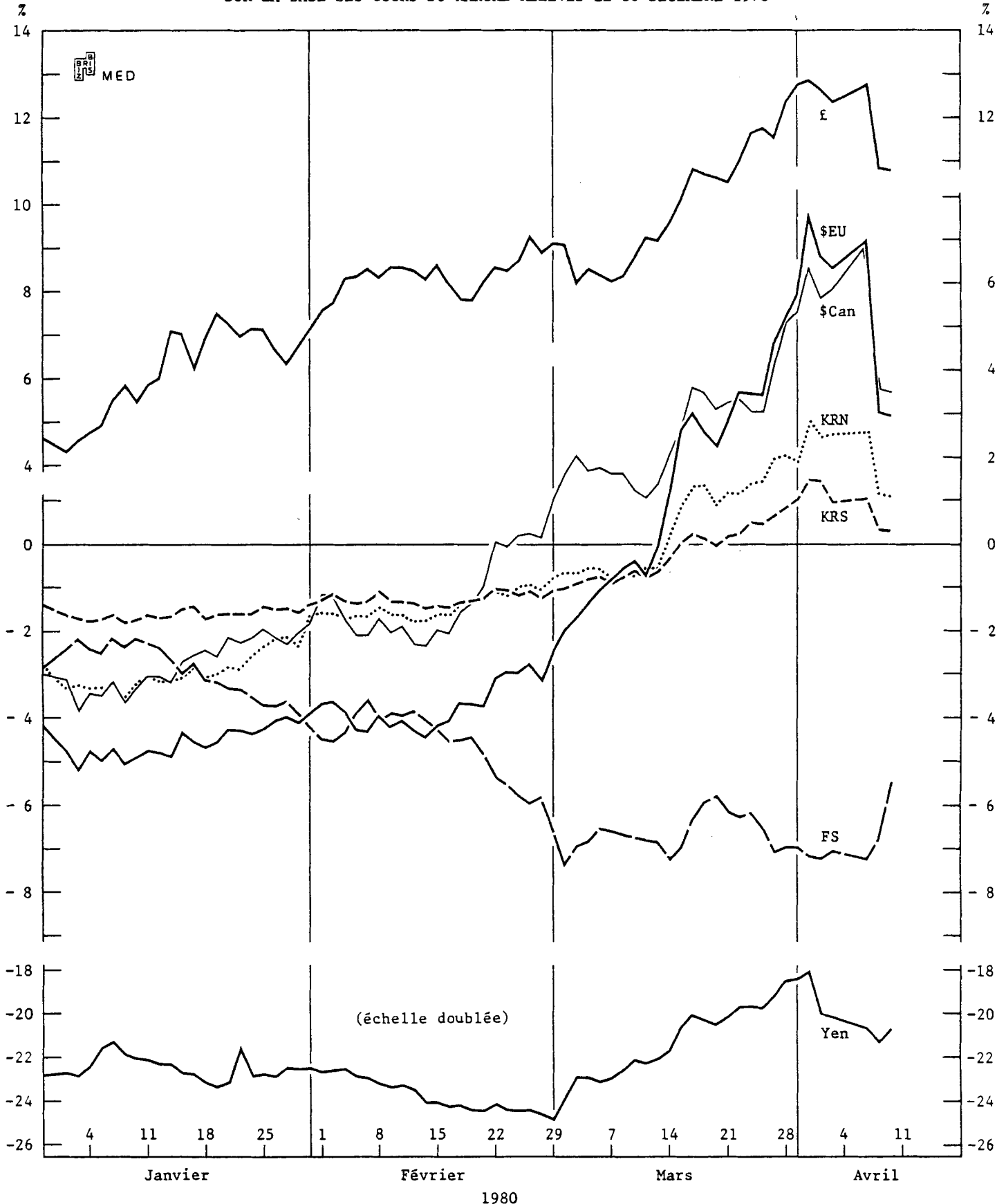
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* 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.

10 avril 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.