

PROCES-VERBAL*
DE LA CENT-QUARANTE-CINQUIEME SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 MAI 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 membre du Comité directeur de la Deutsche Bundesbank, M. Gleske, accompagné par MM. Rieke et Kloft; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Breen; le Directeur Général Adjoint de la Banca d'Italia, M. Sarcinelli, accompagné par M. Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Boot et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; assistent en outre le Directeur Général des Affaires économiques et financières à la Commission des Communautés européennes, M. Padoa-Schioppa, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et 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. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 144e séance

Le procès-verbal de la 144e séance tenue le 15 avril 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 9 juin 1980, et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois d'avril et des premiers jours de mai 1980

A. Exposé de M. Heyvaert

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal. En outre, il informe le Comité que le raccordement de la Federal Reserve Bank of New York au réseau de concertation No 1, autorisé par les Gouverneurs en janvier 1980, n'a pu encore être réalisé en raison de certaines difficultés techniques au niveau de la centrale à Bruxelles; contrairement aux assurances données antérieurement, l'extension du réseau No 1 à New York nécessitera un renforcement préalable de la puissance de la centrale; ce renforcement sera achevé probablement dans deux mois.

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

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et constate l'adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances de la CEE.

III. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE et de leur coordination sur la base du Rapport No 16 établi par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse et de la série mensuelle de statistiques

A. Exposé de M. Bastiaanse

M. Bastiaanse indique qu'à la différence du rapport précédent, le Rapport No 16 a été adopté à l'unanimité par le groupe d'experts. Les thèmes principaux de ce rapport sont réunis dans une note d'accompagnement séparée sur laquelle M. Bastiaanse fait porter essentiellement ses remarques.

Thème principal No 1: La situation monétaire internationale s'est considérablement modifiée en avril 1980 en ce qui concerne le cours de change du dollar et les taux d'intérêt aux Etats-Unis. Le projet de rapport a été rédigé à une époque où le dollar était plutôt ferme; il traite donc également des problèmes que pourrait poser aux autorités monétaires des pays de la CEE un éventuel nouveau redressement du dollar du même ordre de grandeur que celui de mars dernier. Pareil scénario ne peut être exclu, pas plus que le scénario inverse (baisse brutale du cours du dollar), dont les implications sont toutefois bien connues en raison notamment de l'expérience de 1979.

Indépendamment de la question du futur cours de change du dollar, il reste que la situation monétaire internationale est actuellement, en fin de compte, moins favorable pour la plupart des pays de la CEE que durant les dernières années. Cette constatation s'explique notamment par les éléments suivants:

- la nécessité de financer des déficits de paiements courants d'une ampleur appréciable,
- le changement d'attitude des marchés des changes en faveur des "pétro-monnaies",
- l'incertitude au sujet de la stratégie qu'adopteront les pays de l'OPEP pour l'investissement de leurs énormes excédents (plus de \$EU 100 milliards).

Dans ce contexte, il peut paraître quelque peu surprenant que le groupe, qui était peu enclin dans les précédents rapports à préconiser les emprunts directs à l'étranger, ait recommandé de maintenir un rythme régulier pour opérer l'ajustement des déficits courants et de financer temporairement la dégradation des paiements courants par des emprunts en devises contractés en dehors de la CEE, au cas où la demande étrangère d'avoirs nationaux se révélerait insuffisante au niveau souhaité pour les taux d'intérêt et les cours de change. Le groupe a toutefois souligné la nécessité de différencier clairement les déficits de paiements courants dus initialement à des déficits excessifs du secteur public de ceux qui proviennent de chocs extérieurs impossibles à amortir à très court terme. Le groupe n'en a pas pour autant considéré que les déficits courants que risquent d'encourir tous les pays de la CEE seront entièrement provoqués par des chocs extérieurs, ni que les mesures internes d'ajustement envisagées par les pouvoirs publics seront nécessairement compatibles avec les cours de change souhaités.

Thème principal No 2: Il a été généralement admis de se fixer comme objectif la maîtrise de l'inflation au second degré. Néanmoins, dans les pays dotés d'un système rigide d'indexation des salaires, la politique monétaire se trouve confrontée à des obstacles dans ce domaine. Même dans ceux où les salaires sont librement négociés, il se pourrait qu'on n'enregistre pas rapidement dans les accords salariaux de réactions à l'annonce d'une politique monétaire restrictive. Par conséquent, un laminage des bénéfices des sociétés et, partant, une baisse de la production sont à craindre dans ces deux catégories de pays. Pareilles conséquences ne devraient pas être attribuées à l'incidence de la politique monétaire; elles sont dues en fait à l'incompatibilité entre des évolutions

constatées dans divers domaines relevant de la politique interne et des contraintes internationales, et les autorités monétaires seraient bien conseillées à ne pas reculer devant les pressions en faveur d'un relâchement de la politique monétaire.

Thème principal No 3: En ce qui concerne le fonctionnement du SME, le groupe s'est montré préoccupé par l'accentuation des divergences d'évolution en matière de prix au sein de la Communauté et par les fluctuations sensibles des cours de change réels qui en résultent. Certes, il se peut que ces variations correspondent en partie à la correction d'évolutions antérieures. En fin de compte, toutefois, on risque de plus en plus d'assister à une poussée de spéculation misant sur un ajustement des taux pivots nominaux au sein du SME. Mais, même en l'absence de telles pressions qui risquent de perturber gravement les politiques monétaires nationales, la persistance de la stabilité des taux de change nominaux et la divergence d'évolution des prix aboutissent, dans les pays à faible taux d'inflation, à une poussée inflationniste transmise par les pays où la hausse des prix est plus forte, ce qui entraîne une détérioration de la stabilité des prix dans l'ensemble de la Communauté.

A côté de ce problème fondamental, les autorités monétaires des pays du SME devront examiner:

- comment doser convenablement le resserrement des politiques monétaires nationales et le financement extérieur des déficits de paiements courants à l'aide d'emprunts à l'étranger,
- comment réagir, par des mesures de politique monétaire, aux chocs monétaires extérieurs imputables à l'instabilité des mouvements de capitaux.

Ces trois problèmes sont évidemment interdépendants, et il sera difficile d'évaluer l'évolution effective ainsi que l'opportunité des mesures qui seront envisagées ou prises dans ces domaines. Les banques centrales devront, pour ce faire, continuer à coopérer étroitement. Il convient de rappeler à cet égard qu'à sa dernière séance tenue à Luxembourg, les 28 et 29 avril, le Conseil européen a demandé au Comité des Gouverneurs de poursuivre la coordination étroite des politiques de taux d'intérêt, de façon à permettre une réduction de ces taux lorsque la situation le permettra. Dans ce contexte, il serait utile que le Comité considère les effets externes et internes de la baisse sensible des taux d'intérêt aux Etats-Unis et des mesures prises récemment par les autorités de certains

pays européens en matière de taux officiels, et cherche à apprécier les possibilités d'action et les contraintes dans le domaine des politiques de taux d'intérêt pour les quelques mois à venir.

"Taux d'intérêt réels": Lorsque le groupe a essayé de porter un jugement sur l'orientation actuelle de la politique monétaire, il a considéré également la possibilité d'utiliser le "taux d'intérêt réel" comme une mesure auxiliaire. Toutefois, le groupe a rencontré nombre de difficultés relatives à la définition des taux réels et aux méthodes d'ajustement des taux nominaux; ces difficultés doivent être surmontées pour obtenir des chiffres fiables et significatifs.

Entre-temps, le groupe a continué de fonder son jugement, du moins pour les pays qui définissent leurs objectifs intermédiaires en termes d'accroissement des agrégats monétaires et de crédit, sur la comparaison entre l'évolution monétaire et de crédit et les variations du produit national brut à des prix normatifs, tout en tenant compte de la situation en matière de balance des paiements, des variations spontanées attendues dans la vitesse de circulation de la monnaie et de l'existence éventuelle d'un "matelas de liquidités" constitué au cours des années précédentes.

"Green paper": M. Bastiaanse signale enfin que le groupe n'a pas étudié les diverses propositions présentées dans le "Livre vert" sur le contrôle monétaire, qu'ont récemment publié le Trésor britannique et la Bank of England, ayant eu le sentiment que les questions qu'il soulève se situent essentiellement au niveau des instruments de politique monétaire. Si les Gouverneurs le désirent, ces questions, et notamment celle de la compatibilité des méthodes automatiques de contrôle monétaire avec l'appartenance à un système de taux de change fixes, pourraient être examinées au sein du "Groupe Harmonisation".

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Bastiaanse du rapport du groupe d'experts ainsi que de l'exposé oral, tous les deux étant très stimulants. En ce qui concerne le document ou "Green paper" établi par la Bank of England et la Trésorerie britannique sur les problèmes du contrôle monétaire, il propose de suivre la suggestion faite par M. Bastiaanse (et soutenue par les Suppléants) d'inviter le groupe d'experts sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire à analyser le document précité et à faire rapport au plus tard pour la séance du Comité en septembre.

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

M. Gleske pense, comme le Président, que le rapport du groupe d'experts est très stimulant et représente une bonne base pour les discussions des Gouverneurs. En ce qui concerne le conflit entre les objectifs externes et internes de la politique monétaire, auquel le rapport fait allusion, il indique qu'un tel conflit ne s'est pas manifesté en Allemagne. La politique monétaire allemande a tenu compte des considérations tant internes qu'externes. La cohérence des mesures prises par le Conseil de banque centrale le 30 avril 1980, qui portaient sur des éléments, à première vue contradictoires, comme un allègement en matière de liquidité bancaire combiné avec un léger relèvement des taux directeurs officiels, apparaît à la lumière des développements monétaires récents. En effet, depuis le début de l'année, les sorties de devises résultant de la fermeté du dollar EU se sont traduites par une ponction de la liquidité bancaire de l'ordre de DM 22 milliards, qui a soumise celle-ci à de fortes pressions et a entraîné une hausse des taux du marché monétaire qui ont atteint 9 1/2% début avril. La Deutsche Bundesbank ne s'est pas opposée à cette hausse des taux d'intérêt, car elle était compatible avec les exigences internes résultant des développements exposés ci-après.

- La hausse des prix de 5,8% qui a été enregistrée en février et en mars par rapport aux mois correspondants de l'année précédente, n'est peut-être pas très élevée à l'échelle internationale, mais les autorités allemandes s'inquiètent notamment des développements des prix à la production et à la construction, dont la hausse en glissement annuel s'est élevée respectivement à 10 et 12%. Les négociations salariales qui ont été relativement modérées entraîneront néanmoins un alourdissement de la charge salariale des entreprises, susceptible d'exercer une pression à la hausse sur les prix à la consommation dans la mesure où les entreprises disposeraient d'une marge suffisante pour relever leurs prix. Certes, il est probable que la hausse des prix se ralentisse au second semestre 1980, mais ce ralentissement ne sera que de nature statistique résultant de l'effet du relèvement intervenu en juillet 1979 de la taxe sur la valeur ajoutée.
- L'évolution monétaire ne justifie pas non plus un relâchement de la politique monétaire, le rythme d'accroissement de la monnaie de banque centrale s'est fortement accéléré et se situe dans la partie supérieure de la zone-cible de 5 à 8% qui a été fixée pour

l'année 1980, alors que le déficit des paiements courants suggère une croissance monétaire à un taux d'expansion près du bord inférieur de cette fourchette.

- Les paiements courants se sont soldés au premier trimestre 1980 par un déficit de DM 5,5 milliards, montant qui représente plus de la moitié du déficit enregistré dans l'ensemble de l'année 1979. Sur une base désaisonnalisée, le déficit du premier trimestre 1980 s'élève à DM 6 milliards, ce qui suggère un déficit d'environ DM 24 milliards pour l'ensemble de l'année 1980. La prévision de la Deutsche Bundesbank reste chiffrée à DM 20 milliards, alors que le FMI prévoit DM 26 milliards et les instituts d'études allemands DM 30 milliards. Quel que soit le chiffre exact, il est certain que l'Allemagne enregistrera cette année le déficit le plus élevé parmi les pays industrialisés.

Ces trois facteurs ont milité en faveur d'un léger resserrement de la politique monétaire allemande. Toutefois, la Bundesbank s'est trouvée devant la difficulté tenant à la liquidité serrée des banques qui obligeait celles-ci à recourir très largement aux avances sur titres. L'utilisation de la facilité "Lombard" s'est chiffrée à DM 10 milliards (en moyenne quotidienne) en avril et elle aurait atteint DM 16 milliards, en mai, si la Bundesbank n'avait pas décidé un allègement en matière de liquidité bancaire. Les mesures prises le 30 avril 1980 visaient à prévenir la dénaturation du crédit lombard; elles devraient être suffisantes pour permettre au système bancaire de réduire son endettement auprès de la banque centrale au titre de cette facilité de crédit, si bien que les taux du marché monétaire devraient se stabiliser au niveau du nouveau taux lombard.

Le relèvement des taux officiels s'est inspiré notamment du fait qu'un allègement en matière de liquidité bancaire sans renchérissement simultané du coût de refinancement se serait traduit par une baisse des taux du marché monétaire au-dessous du niveau déjà atteint en avril et désiré par les autorités monétaires. En outre, cette baisse aurait pu être interprétée comme un relâchement de la politique monétaire. Par conséquent, le taux lombard a été relevé au niveau du taux du marché monétaire, alors que la hausse du taux d'escompte visait à ne pas trop laisser s'agrandir l'écart entre ce taux et le taux lombard et à renchérir le coût des crédits octroyés par les banques commerciales à leur clientèle.

La Bundesbank a tenu compte également de la situation externe. Certes, le dollar a été, à l'époque, plutôt faible vis-à-vis du DM, mais cette faiblesse était due aux reflux des capitaux vers l'Allemagne à la suite de la baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis; toutefois, ces reflux étaient considérés comme un phénomène temporaire, alors qu'on s'attendait à ce que la tendance sous-jacente du cours du DM vis-à-vis du dollar reste plutôt déterminée par la situation des comptes courants de l'Allemagne. Ces attentes se sont réalisées en ce sens que le cours du dollar n'a pas fléchi à la suite de l'annonce des mesures allemandes, et s'est même raffermi. Le nouveau recul qui se manifeste depuis quelques jours est plutôt le résultat de la poursuite de la baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis.

M. Sarcinelli remercie M. Bastiaanse et son groupe de leur travail excellent et se félicite du fait que le rapport a été adopté par le groupe à l'unanimité. Il accepte la recommandation contenue dans le rapport de maintenir une politique monétaire restrictive dans la situation actuelle caractérisée à la fois par une croissance réelle plus élevée et par des pressions inflationnistes plus fortes que prévues. Cette recommandation est particulièrement indiquée dans le cas de l'Italie où l'"inflation secondaire" est alimentée par le comportement des agents économiques qui sont dépourvus de toute "illusion monétaire". D'autre part, il faut également mettre en relief les risques que comporteraient des politiques monétaires trop restrictives pour la croissance réelle, étant donné la lourde charge que fait peser le relèvement sensible des taux d'intérêt sur la situation financière des entreprises. Cette charge est particulièrement lourde dans le cas de l'Italie du fait du niveau d'endettement élevé des entreprises italiennes. En outre, l'expérience montre qu'une réduction excessive de la croissance monétaire est souvent suivie par un mouvement en sens inverse, c'est-à-dire par une expansion excessive; une politique monétaire trop restrictive n'est donc pas compatible avec l'objectif d'assurer un rythme d'accroissement stable des agrégats monétaires et de crédit.

M. Sarcinelli marque également son accord sur la recommandation exprimée dans le rapport de ne pas exagérer le degré restrictif de la politique monétaire en vue de défendre le taux de change des monnaies européennes vis-à-vis du dollar. Même si M. Gleske a rassuré le Comité en disant que la Deutsche Bundesbank tenait compte des exigences tant internes qu'externes, et si la situation du dollar se présente à l'heure actuelle

autrement qu'il y a quelques semaines, on ne peut pas exclure que des conflits d'objectifs apparaissent à l'avenir.

La répartition des déficits des paiements courants et l'évolution divergente des prix à l'intérieur de la Communauté sont susceptibles d'entraîner des tensions dans le SME. Ces tensions peuvent encore être accentuées par des mouvements erratiques du cours du dollar. En 1979, la stabilité des taux de change nominaux a été assurée par la coordination des actions de la politique monétaire interne; en 1980, cette coordination doit être poursuivie, voire renforcée, pour prévenir les développements menaçant le SME.

M. Zijlstra fait remarquer que, dans la note "Thèmes principaux du Rapport No 16", le groupe souligne la nécessité, pour les autorités monétaires du SME, de se mettre d'accord:

- "sur l'équilibre à atteindre entre le resserrement des politiques monétaires internes et le financement du déficit des paiements courants d'origine pétrolière par la voie d'emprunts à l'étranger,
- sur le degré de compensation des effets monétaires engendrés par les sorties ou les entrées de capitaux".

Il se demande de quelle manière les deux recommandations pourraient être mises en oeuvre.

Le Président pense que le second point est lié étroitement à la question de la politique commune vis-à-vis du dollar que le Comité a discutée lors de sa séance d'avril et qu'il reprendra en juillet prochain. Le premier problème évoqué ci-dessus est plus difficile; il englobe toute la politique économique et dépasse donc le domaine monétaire au sens étroit du terme.

M. Zijlstra pense que le rapport des experts suggère l'existence d'un compromis ou "trade off" entre le resserrement de la politique monétaire et la contraction d'emprunts à l'étranger. Or, dans le cas des Pays-Bas, un tel "trade off" n'existe pas, ce pays n'envisageant aucune de ces deux actions. D'autres pays de la CEE ne semblent guère avoir de choix, du fait que pour eux les emprunts à l'étranger apparaissent indispensables et inévitables. La question est donc de savoir s'il existe un troisième groupe de pays qui se trouvent devant un véritable choix.

Le Président interprète la recommandation faite par le rapport en ce sens qu'en vue de sauvegarder le SME il sera nécessaire que, notamment dans les grands pays, les autorités tiennent compte des effets internes et externes des politiques économiques internes et s'efforcent d'assurer une

étroite coordination de leurs actions. Cette coordination concerne, cependant, la conduite de la politique économique dans le sens le plus large et, de ce fait, il serait difficile de mettre en place des lignes directrices ou des mécanismes au sein du Comité des Gouverneurs.

M. Zijlstra souhaiterait une analyse plus détaillée et approfondie de ce problème; il faudrait notamment décrire les différentes formes des opérations financières (entrées de capitaux encouragées par des taux d'intérêt appropriés, emprunts directs à l'étranger en devises ou en monnaie nationale) et leurs implications.

M. Bastiaanse explique que la discussion, au sein du groupe, sur la question des emprunts à l'étranger a trouvé sa source dans les rumeurs qui circulaient à l'époque quant à la conclusion d'un emprunt important par les autorités allemandes en Arabie-Saoudite. Quelques experts ont exprimé leur inquiétude que l'imitation de cette action sur une large échelle puisse affaiblir la discipline en matière de politique budgétaire et retarder l'ajustement du déficit des paiements courants. Il serait utile que les banques centrales défendent ce point de vue dans leurs négociations avec les Trésoreries.

M. Gleske indique que la couverture d'un déficit des paiements courants par des importations de capitaux ne dépend pas seulement du niveau des taux d'intérêt sur le marché des capitaux interne, mais aussi de la confiance de l'étranger dans la monnaie du pays concerné et, par conséquent, dans sa politique économique générale. L'emprunt avec la SAMA a été contracté sur l'initiative de cette dernière; en effet, depuis des années, les autorités d'Arabie Saoudite ont manifesté leur intérêt pour des investissements en actifs financiers libellés en deutsche marks, mais pour des raisons qui ont déjà été données dans le passé, les autorités allemandes n'ont pu répondre à cette demande que lorsque la position externe de l'Allemagne a subi un changement substantiel. L'emprunt avec la SAMA est à long terme et assorti d'un taux dérivé de celui du marché; il facilite la couverture du déficit du budget fédéral et, en réduisant l'ampleur du recours au marché des capitaux interne, il sera susceptible de prévenir une hausse du rendement des titres à long terme en Allemagne. En aucun cas, il n'est envisagé de se laisser entraîner, par ce mode de financement, à un accroissement du déficit des pouvoirs publics. En effet, il est incontesté que, dans un pays avec un déficit des paiements courants, le secteur public doit également contribuer à la mise en oeuvre du transfert des ressources. Par ailleurs, les dépenses supplémentaires qui viennent

d'être adoptées ne provoqueront pas une augmentation du déficit global du budget, car elles seront compensées par des économies faites sur d'autres postes dans le budget fédéral.

Le Président estime, d'une part, que l'ajustement d'un déficit des paiements courants résultant d'un choc externe ne peut pas être réalisé dans un court délai, d'autre part, que la discipline en matière de politique budgétaire ne devrait pas être affaiblie par un recours excessif aux emprunts à l'étranger. Il s'agit donc d'une question essentiellement de nature politique et il est douteux qu'une étude supplémentaire des experts puisse être utile à son sujet.

M. Zijlstra précise qu'il ne souhaite pas un document supplémentaire des experts; il est cependant en faveur de reprendre le sujet, le moment venu, à la lumière de l'expérience. Il est clair que la question est de nature politique au niveau des décisions, mais il appartient aux Gouverneurs des banques centrales d'éclaircir les implications des différentes possibilités pour financer un déficit des paiements courants. Les remarques faites par M. Gleske montrent l'importance de distinguer de manière précise les différentes opérations. Il faut notamment distinguer des autres formes d'emprunt le cas, par exemple celui du Japon, où la banque centrale d'un pays fournit des titres d'Etat, puisés dans son propre portefeuille, à une autorité monétaire étrangère qui souhaite diversifier ses réserves et détenir des avoirs libellés dans la monnaie de ce pays en cause. Dans ce cas, l'opération n'entraîne pas un endettement supplémentaire des autorités publiques.

Le Président invite M. Bastiaanse à tenir compte des remarques faites par M. Zijlstra lors des travaux futurs du groupe, et clôture la discussion.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Suite à donner aux conclusions du dernier Conseil européen

M. Mikkelsen indique que les conclusions de la Présidence du Conseil européen des 27 et 28 avril 1980 contiennent deux passages intéressant le Comité des Gouverneurs.

Premièrement, le Conseil européen a demandé au Conseil des Ministres (Economie et Finances) et au Comité des Gouverneurs de maintenir une étroite coordination de leurs politiques en matière de taux d'intérêt, afin de

parvenir à une réduction de ces taux, actuellement très élevés, quand les conditions seront réunies. Dans ce contexte, le Comité des Suppléants a noté que le Comité des Gouverneurs examinera le rapport sur les politiques monétaires en vigueur, établi par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse; cet examen permettra de préparer utilement le terrain à la discussion que doivent avoir les Gouverneurs sur ce sujet.

Deuxièmement, le Conseil européen a confirmé sa détermination de faire progresser la Communauté sur la voie menant à l'intégration monétaire et a invité les instances compétentes de la Communauté à poursuivre leurs travaux en vue du passage à la phase institutionnelle, qui comportera la définition du rôle de l'Ecu et la création du Fonds monétaire européen.

Les Suppléants ont noté que le Comité monétaire poursuivra ses études de la phase institutionnelle du SME. Ces études n'auront cependant pas pour but de présenter un projet d'ensemble concernant le FME, mais traiteront de points précis.

En ce qui concerne les travaux au sein du Comité des Gouverneurs, les Suppléants estiment qu'il y a un certain nombre de problèmes techniques qui nécessitent encore une analyse plus approfondie. Dans cet esprit, les Suppléants projettent d'établir un programme de travail qui sera probablement soumis au Comité des Gouverneurs pour approbation en juillet ou, au plus tard, en septembre.

Le Comité marque son accord sur le calendrier de travail envisagé par les Suppléants.

2. Statut fiscal des actifs de réserve en dollars EU déposés aux Etats-Unis et cédés au FECOM

Cf. procès-verbal de la 70e séance du Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire du 13 mai 1980.

V. Date et lieu de la prochaine séance

En raison de l'Assemblée annuelle de la BRI, la prochaine séance, d'une part, aura lieu à Bâle le lundi 9 juin 1980 à 10 heures, d'autre part, devrait être courte et se limiter aux points habituels de l'ordre du jour tels que les différents rapports mensuels présentés au Comité.

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

AVRIL 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 d'avril et les premiers jours de mai 1980.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

L'évolution la plus significative survenue sur les marchés des changes au mois d'avril a été la baisse sensible du dollar EU par rapport à la plupart des monnaies considérées dans ce rapport. La tendance à la hausse du dollar depuis la mi-février s'est soudainement inversée à la fin de la première semaine d'avril, et la monnaie américaine a continué à s'affaiblir tout le reste du mois. Ce retournement a été dû essentiellement à un fléchissement très net des taux d'intérêt aux Etats-Unis - annonçant le début de la récession - dans un contexte caractérisé par la persistance d'une inflation élevée. Malgré un relèvement, le 1er avril, des taux de base bancaires de 19 1/2% au niveau record de 20%, un certain malaise s'est emparé des marchés des changes qui considéraient que les taux d'intérêt du dollar avaient atteint un sommet. Dès lors, la question de savoir à partir de quand et dans quelle mesure se produirait un repli de ces taux d'intérêt a eu pour effet de déprimer les cours de change du dollar. Par la suite, le dollar s'était donc déjà affaibli lorsque certaines baisses, attendues, des taux de base bancaires se sont concrétisées, ramenant ceux-ci à un niveau de 19 - 18 1/2%. Les

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

préoccupations internationales suscitées par la poursuite de la crise entre les Etats-Unis et l'Iran et les problèmes politiques concernant le Moyen-Orient ont également sapé la position du dollar et accéléré la tendance à la baisse. A la fin du mois d'avril, le dollar avait fléchi entre 4,5% par rapport à la livre sterling et 9,5% vis-à-vis du franc suisse, la moyenne se situant quelque peu au-dessus de 6% par rapport à son niveau de fin mars contre les monnaies autres que le dollar canadien. Par rapport à ce dernier, la chute du dollar EU était inférieure à 1/4%.

En dehors des tout premiers jours du mois, le mois d'avril a été caractérisé par l'absence de tension au sein du SME. Comme l'indique cependant le graphique 2, les monnaies des pays membres ont considérablement varié les unes par rapport aux autres. Bien que la bande du SME soit demeurée proche de sa largeur maximale autorisée de 2,25% durant les deux premières semaines du mois, l'ordre a généralement régné sur les marchés et les interventions des banques centrales ont été relativement modérées.

Poursuivant leur évolution du mois dernier, le deutsche mark et le franc belge se sont succédé en tant que monnaie la plus faible à l'intérieur de la bande de 2,25%, durant la première semaine d'avril. Ultérieurement, la baisse du dollar a atténué les pressions à la baisse sur le deutsche mark qui a amorcé une remontée régulière pour finir le mois à proximité du milieu de la bande. Malgré cette amélioration, des préoccupations ont cependant été suscitées par l'importance du déficit des paiements courants, la hausse marquée des prix et le puissant mouvement d'expansion de l'activité économique. En conséquence, le 30 avril, le Conseil central de la Deutsche Bundesbank a annoncé des relèvements de 1/2% et de 1% du taux d'escompte et du taux d'avances sur titres qui ont porté ces taux respectivement à 7 1/2% et à 9 1/2%, cette mesure entrant en vigueur au début de mai. En outre, la décision a été annoncée qu'à compter du début du mois de mai les réserves obligatoires des banques seront diminuées et leurs contingents de réescompte augmentés. Cette injection de liquidités ne constituait pas un assouplissement de la

politique monétaire, mais une mesure nécessaire pour remplacer la liquidité perdue à la suite des sorties de capitaux substantielles enregistrées ces derniers mois.

Tout au long du mois d'avril, le franc français est resté la monnaie la plus forte au sein du SME. Le franc belge, qui avait occupé, en alternance avec le deutsche mark, la position de monnaie la plus faible du système au début d'avril, est remonté, après le milieu du mois, du bas de la bande vers le centre. Cette évolution a provoqué un certain rétrécissement de la bande pendant la plus grande partie de la seconde quinzaine d'avril. L'évolution en hausse du franc belge a laissé à la couronne danoise la place de monnaie la plus faible parmi celles opérant à l'intérieur des marges de 2,25%. Le 29 avril, la Banque Nationale de Belgique a ramené le taux des avances spéciales de 18 à 17%.

La livre irlandaise s'est affaiblie en avril passant ainsi d'une position supérieure à la médiane de la bande à une position, vers la fin du mois, nettement à l'intérieur de la moitié inférieure. Le florin néerlandais est généralement demeuré au-dessus du milieu de la bande, sauf pendant une courte période à la fin du mois.

La lire italienne est descendue par rapport à la position qu'elle occupait au milieu de la bande et, à partir de la mi-avril, elle a été généralement la monnaie la plus faible de tout le système. Toutefois, sa marge vis-à-vis de la monnaie la plus forte (le franc français) est restée la majeure partie du temps inférieure à 2%.

Ainsi qu'on peut le voir sur le graphique 3, qui retrace l'évolution des indicateurs de divergence en avril, toutes les monnaies sont restées largement en deça des seuils de divergence, sauf durant la première semaine du mois, lorsque le franc français et le deutsche mark ont approché par moments respectivement le seuil supérieur et le seuil inférieur.

En dehors du mécanisme de change du SME, le fait le plus remarquable a été l'appréciation rapide de la plupart des monnaies à l'égard du dollar EU.

La livre sterling s'est appréciée de 4 1/2% environ contre le dollar EU en avril, mais s'est affaiblie par rapport aux monnaies du SME d'un peu

plus de 2% en moyenne. La Bank of England est intervenue au cours du mois dans les deux sens pour lisser les fluctuations.

Le franc suisse s'est fortement apprécié contre toutes les monnaies, dans des proportions allant de 2% environ vis-à-vis du deutsche mark à près de 9 1/2% vis-à-vis du dollar EU. La Banque Nationale Suisse est intervenue sous forme de ventes de dollars au début d'avril, quand le franc a eu tendance à baisser, puis en achetant des dollars comme le franc se raffermissait rapidement.

La tendance à la baisse du yen japonais contre le dollar EU s'est nettement inversée au début de la deuxième semaine d'avril et, par la suite, le yen s'est raffermi pour se situer, à la fin du mois, à 4 1/2% au-dessus de son niveau par rapport au dollar au début d'avril. Le yen s'est toutefois affaibli contre la plupart des autres monnaies, à l'exception du dollar canadien. Les interventions de la Banque du Japon qui ont presque toutes été effectuées pendant la première semaine d'avril, quand le yen s'affaiblissait rapidement, ont été d'un niveau bien inférieur à celui de mars, et ont consisté en des ventes de dollars. A la fin d'avril, il a été annoncé que la Deutsche Bundesbank et la Banque du Japon avaient conclu un accord de swap qui doit prendre effet immédiatement et dont l'objet est de maintenir l'ordre dans les marchés.

La couronne norvégienne a fait preuve de fermeté pendant tout le mois d'avril, la Norges Bank ayant acheté des dollars presque tous les jours après la fin de la première semaine. La couronne suédoise, en revanche, a été un peu faible, particulièrement pendant la seconde quinzaine du mois, en liaison avec la demande de devises pour des transactions commerciales. Au cours de cette période la couronne a dû être soutenue pratiquement chaque jour par la banque centrale.

Le dollar canadien s'est apprécié seulement très modérément contre le dollar EU et en conséquence s'est déprécié contre toutes les autres monnaies. Ce mouvement est à relier aux préoccupations suscitées par le prochain référendum au Québec, qui ont tendu à éclipser l'influence positive résultant d'un écart favorable de taux d'intérêt par rapport au dollar EU et de brillantes performances commerciales.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les interventions en dollars ont été d'une ampleur beaucoup plus faible en avril qu'en mars. Les ventes de dollars se sont élevées à \$4,2 milliards et les achats à \$3,5 milliards, d'où il résulte au total une vente nette de \$0,7 milliard seulement. Ce chiffre est à rapprocher de celui de mars (\$13,8 milliards de ventes nettes). La majorité des ventes effectuées en avril sont intervenues pendant la première semaine, le dollar étant alors relativement ferme. Les principaux vendeurs pendant cette semaine ont été la Banque du Japon, la Banque Nationale Suisse, la Deutsche Bundesbank et la Nederlandsche Bank. Lorsque le dollar a commencé à s'affaiblir vers la fin de la première semaine, l'orientation des interventions a changé, les banques centrales devenant acheteuses nettes de dollars. La "Réserve Fédérale" a été de loin le plus gros acheteur de dollars pendant cette période. Des achats de moindre importance ont été effectués par la Bank of England, la Banque du Canada et la Deutsche Bundesbank.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

En avril, les seules interventions en monnaies européennes ont été celles qu'ont réciproquement effectuées les banques centrales du SME en leurs monnaies respectives. Le montant brut des interventions s'est élevé à l'équivalent de \$0,8 milliard, contre l'équivalent de \$1,4 milliard en mars. La plupart des interventions ont revêtu la forme de ventes de francs français contre deutsche marks et francs belges aux limites de fluctuation. La Nederlandsche Bank a vendu un montant modéré de deutsche marks à l'intérieur des marges. Au total, les interventions en monnaies européennes ont été réalisées pour environ les 3/4 aux limites et pour le reste à l'intérieur des marges. Les règlements ont été effectués sur une base au comptant au moyen de réserves existantes, à concurrence de 82% en Ecus et le solde en d'autres devises.

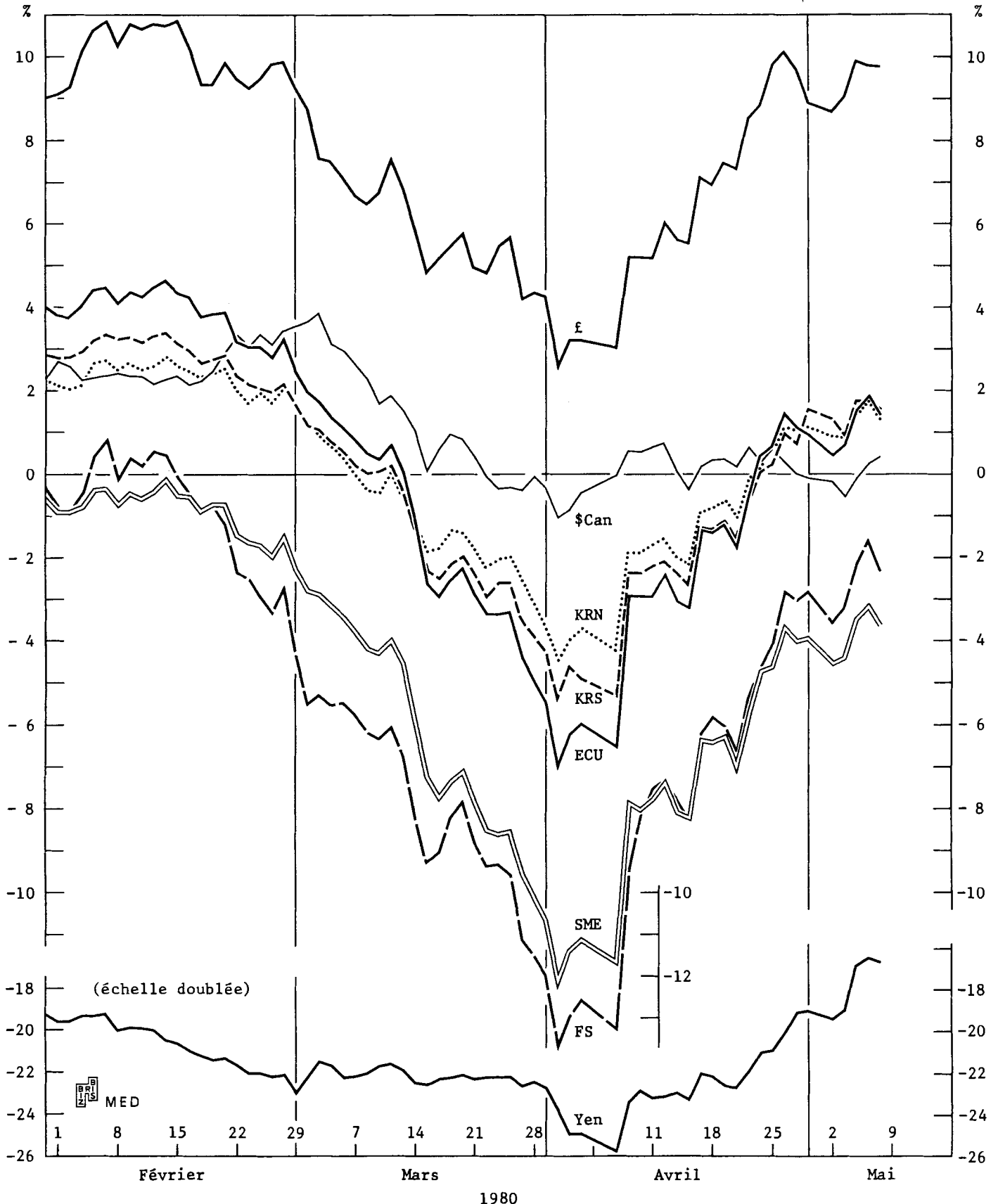
Pendant les sept premiers jours de mai, les marchés des changes ont été généralement calmes. Tout au long de cette période, le dollar a eu un comportement contrasté: il a légèrement progressé en moyenne vis-à-vis des monnaies du SME, mais a perdu du terrain à l'égard de certaines autres, le yen japonais en particulier, par rapport auquel il a fléchi de près de 3%. Le mouvement de baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis s'est poursuivi, ainsi qu'en attestent les nouvelles réductions du taux de base.

L'absence de tension au sein du SME a persisté au début de mai, la bande restant fort étroite. Exception faite de nouvelles ventes de deutsche marks, effectuées par la Nederlandsche Bank, les interventions des banques centrales ont été très faibles. Le 1er mai, la banque centrale des Pays-Bas a porté le taux de l'escompte de 9 1/2 à 10%. Le franc français est resté la monnaie la plus forte du système. Le franc belge s'est élevé jusqu'à proximité du milieu de la bande, la couronne danoise restant ainsi la monnaie la plus faible dans la bande étroite. Le deutsche mark, le florin néerlandais et la livre irlandaise se sont tous améliorés pendant cette période et ont gagné la moitié supérieure de la bande.

La lire italienne, bien qu'en légère amélioration, est restée la monnaie la plus faible de l'ensemble du système.

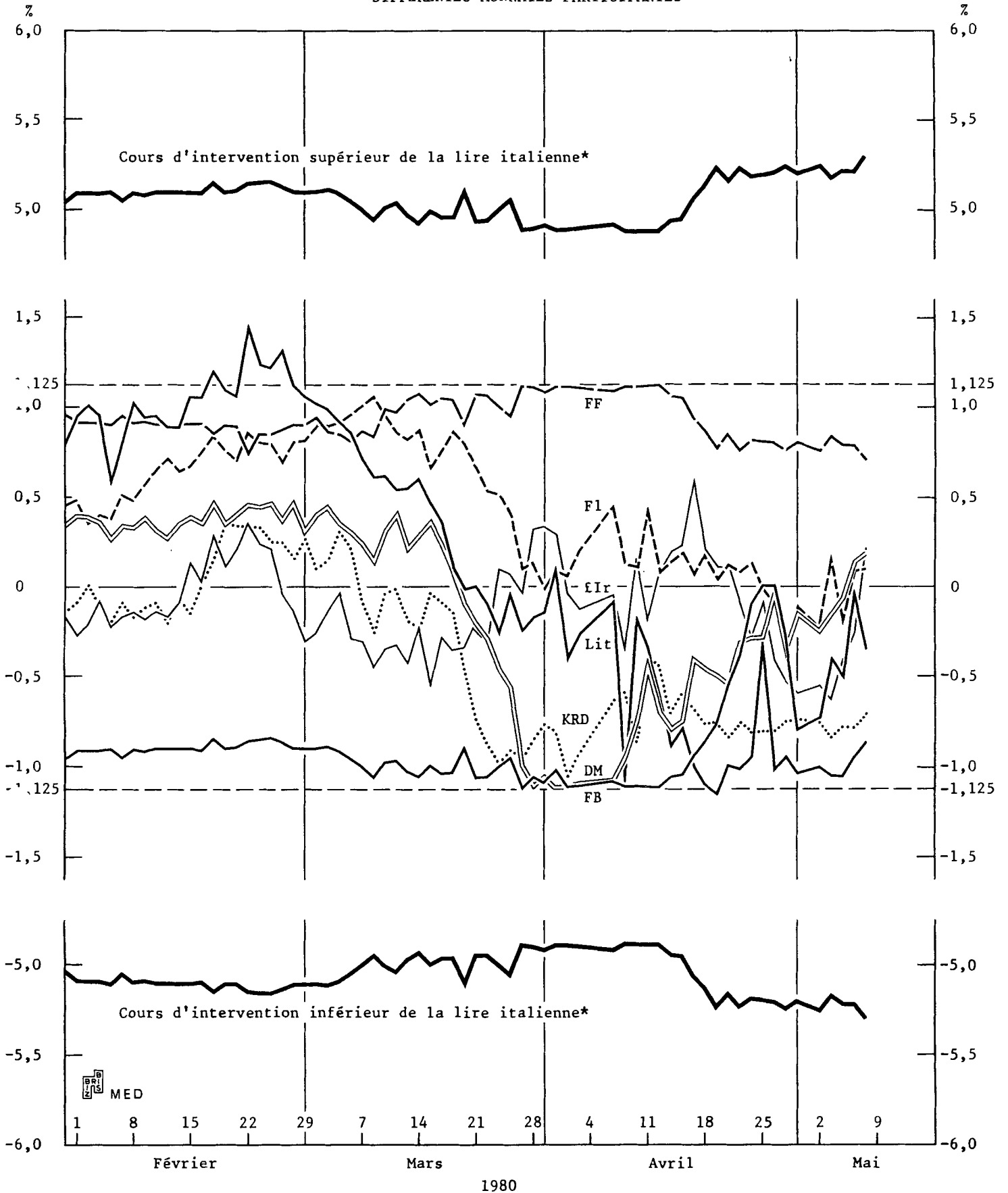
En dehors du SME, l'évolution la plus remarquable a été la fermeté du yen japonais contre toutes les monnaies. Son amélioration par rapport aux diverses monnaies s'est échelonnée entre 2 et 3 1/2% approximativement. Comme dans le cas des pays du SME, les interventions des banques centrales ont été généralement peu importantes.

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*



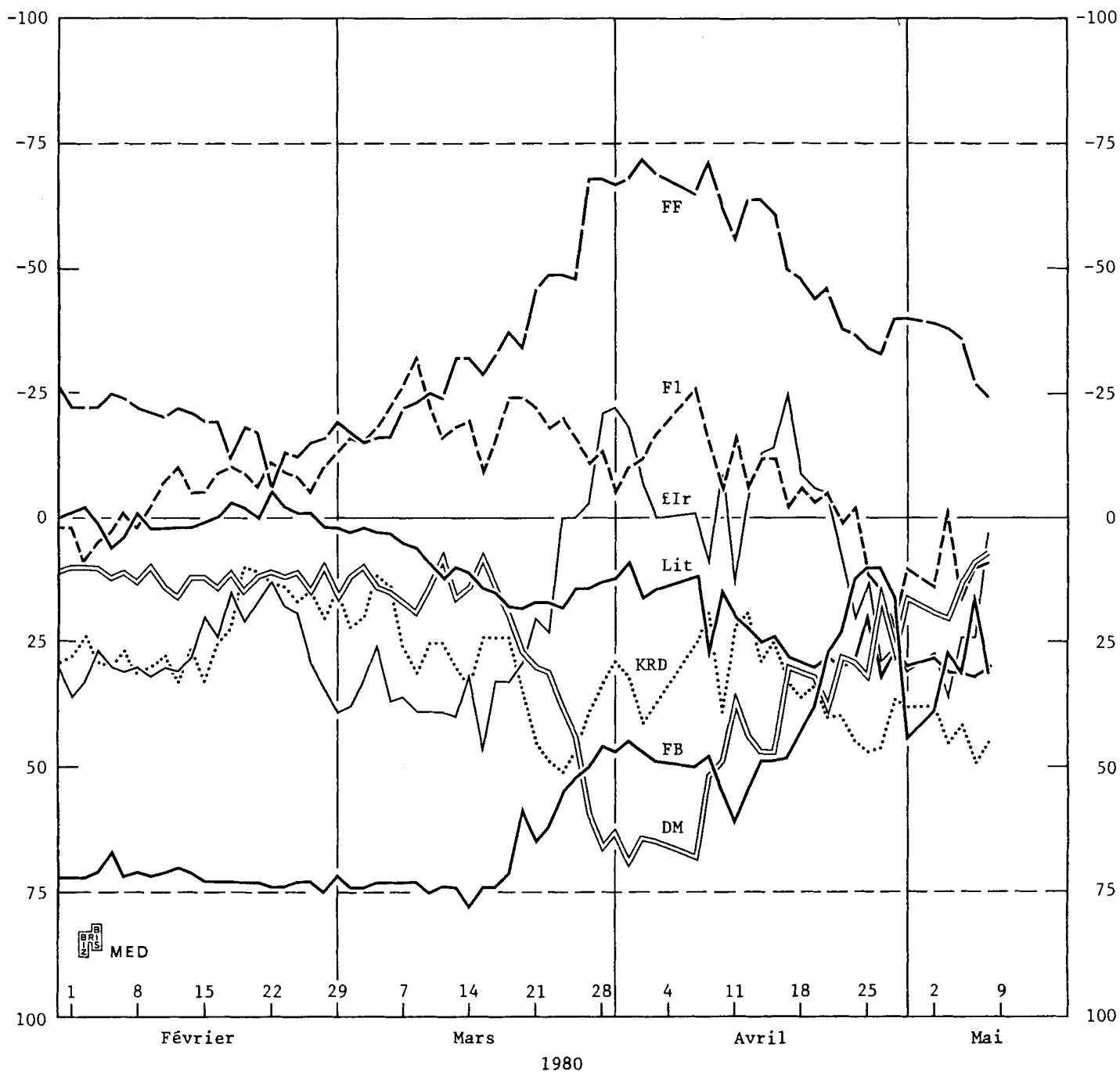
*ECU 1,37773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;
£ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

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 $\pm 2,25\%$.

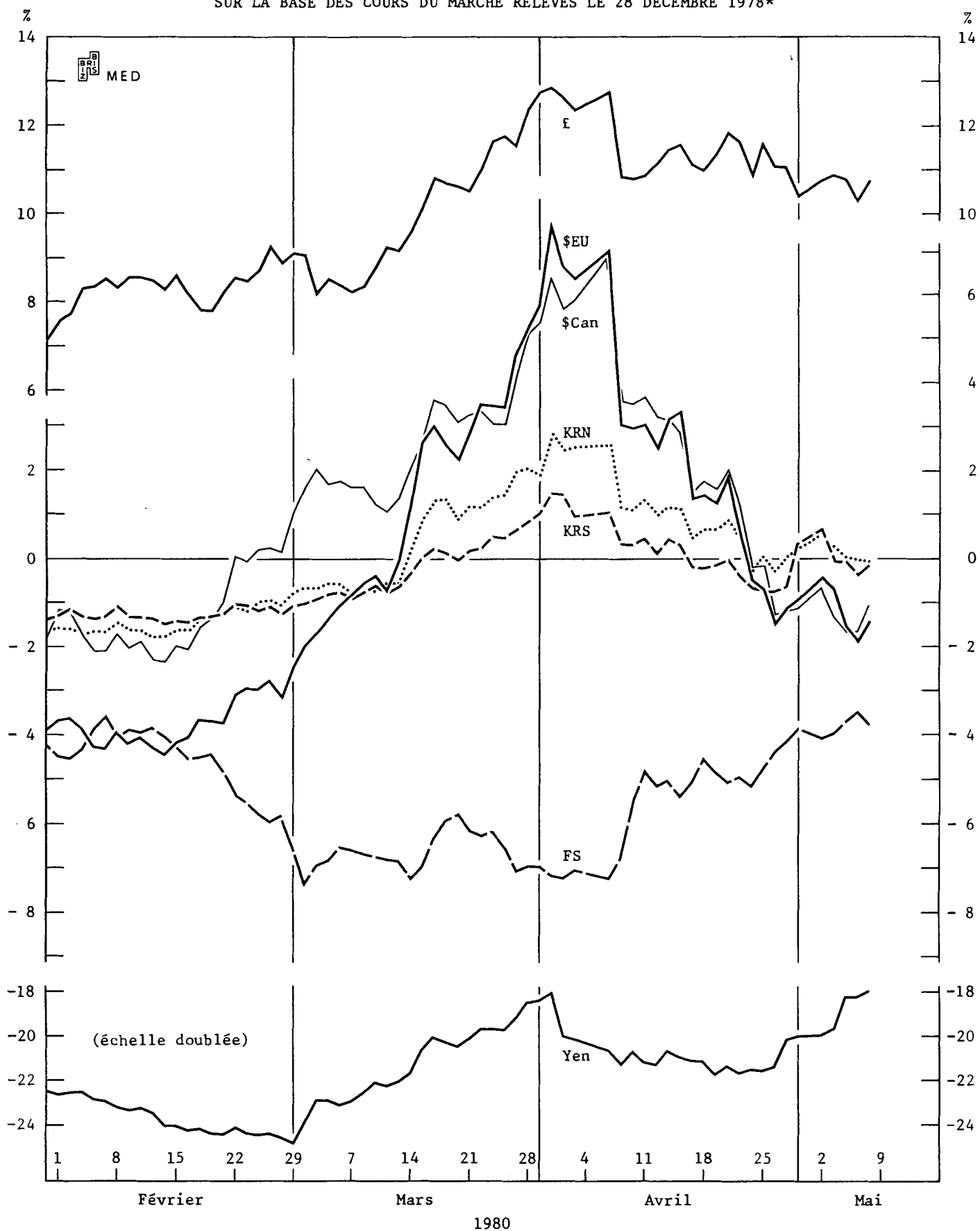
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* 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.

8 mai 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 MARCHÉ RELEVÉS LE 28 DECEMBRE 1978*



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

8 mai 1980