

PROCES-VERBAL*
DE LA CENT-QUARANTE-SEPTIEME SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 8 JUILLET 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, Scholl et Kloft; 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 Directeur Général des Affaires économiques et financières de 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; 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, Dealtry et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 146e séance

Le procès-verbal de la 146e séance tenue le 9 juin 1980 est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 9 septembre 1980, et représentant, par rapport au projet, quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à concertation au cours du mois de juin 1980 et des premiers jours de juillet 1980: Présentation du rapport destiné aux ministres des Finances des pays de la CEE et adoption de ce rapport par le Comité; Examen du fonctionnement de la concertation intracommunautaire

A. Exposé de M. Heyvaert

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal. En outre, il attire l'attention du Comité sur certains développements marquants qui se sont produits au cours du premier semestre 1980, dans les réserves brutes des banques centrales participant à la concertation. La colonne 9 du tableau récapitulatif, remis aux Gouverneurs, fait ressortir qu'au cours du premier semestre 1980, plusieurs banques centrales ont recouru, pour des montants substantiels, aux emprunts extérieurs (Belgique: 3,9 milliards de dollars EU; Danemark: 1 milliard; Suède: 2,8 milliards; Italie: 1,4 milliard), tandis que les réserves brutes de ces pays n'ont augmenté que dans une faible mesure ou se sont même inscrites en baisse. La colonne 7 montre que les interventions contre dollars EU, effectuées au cours des six premiers mois de l'année 1980, se sont soldées par une vente nette de 11,3 milliards (ventes brutes de 16,2 milliards contre des achats bruts de 4,9 milliards). D'autre part, l'évolution des cours du dollar EU a été caractérisée par une grande fermeté en mars, alors que par la suite les cours de la devise américaine se sont tassés. En comparant les cours à la fin du premier semestre 1980 avec ceux du 31 décembre 1979, on constate que le dollar a conservé encore une partie de l'avance réalisée en mars sur différentes places, l'appréciation allant de 1/2% à Paris et Amsterdam, à 4/4% à Milan.

Deux conclusions semblent pouvoir être tirées en ce qui concerne l'attitude des banques centrales: lorsque le dollar est en hausse, les banques centrales interviennent énergiquement, lorsqu'il s'inscrit en baisse, elles interviennent relativement peu. Une telle attitude paraît être liée au fait que, dans le cas notamment des banques centrales non participantes au SME, et de certains participants au SME, les interventions sont destinées non seulement à la régularisation des cours du dollar, mais aussi à la défense de la monnaie nationale.

Enfin, M. Heyvaert informe le Comité que la Federal Reserve Bank of New York a été raccordée effectivement le 19 juin 1980 au réseau téléphonique spécial de concertation entre banques centrales. Comme il a déjà été signalé

en mai, ce raccordement, que les Gouverneurs ont autorisé en janvier 1980, n'a pu être réalisé qu'avec un certain retard en raison de la nécessité de renforcer la puissance du central avant de pouvoir étendre le réseau No 1 à New York. Il est à noter que ce renforcement a amélioré également le fonctionnement général du réseau téléphonique No 1.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et invite les Gouverneurs à formuler leurs commentaires.

B. Discussion du Comité

M. Ciampi donne quelques explications quant à la faiblesse relative récente de la lire italienne par rapport aux autres monnaies participant au mécanisme de change du SME. Cette faiblesse est due à deux facteurs:

- la détérioration de la balance des paiements courants,
- le renversement dans les termes de paiements et le remboursement anticipé des crédits en devises étrangères par les résidents italiens.

La détérioration de la balance des paiements courants, qui s'est amorcée à partir du dernier trimestre de 1979, s'explique par l'effet combiné de l'enchérissement du pétrole (à cet égard, il est à noter qu'aucun autre pays dépend plus des importations de pétrole que l'Italie) et d'une évolution défavorable des échanges de biens autres que le pétrole. Le haut niveau de l'activité économique, soutenue par une demande intérieure élevée et caractérisée par un accroissement continu de la production industrielle, un degré élevé d'utilisation des capacités de production, la dégradation de la position concurrentielle par suite de l'accentuation du différentiel d'inflation entre l'Italie et ses partenaires majeurs, et un fléchissement de la demande mondiale ont eu pour effet une stagnation des exportations au cours des cinq premiers mois de 1980 alors que, dans le même espace de temps, les importations ont augmenté de 11% par rapport à la période correspondante de 1979.

Ainsi, la balance commerciale (exportations f.o.b. et importations c.i.f.) pour la période de janvier à mai 1980, s'est soldée par un déficit de 8 milliards de dollars EU, soit une détérioration de 6 milliards par rapport à la période correspondante de 1979. Selon les prévisions actuelles, fondées sur un taux de croissance réelle de 4%, la balance des paiements courants devrait dégager un déficit de 5 à 6 milliards de dollars EU sur l'ensemble de l'année 1980, ce qui ne représente cependant que 1,5 à 2% du produit national brut.

Les pressions sur le cours de la lire durant les quelques derniers mois s'expliquent, cependant, avant tout par le renversement des termes de paiements et les remboursements anticipés des crédits en devises par les résidents italiens. Ces mouvements trouvent leur origine dans un manque de confiance dans la politique économique italienne et dans des rumeurs sur une dévaluation de la lire. Toutefois, ces rumeurs sont apparues juste au moment où se sont dessinés les premiers résultats de la politique de lutte contre l'inflation. En effet, dans la période de mars à mai 1980, l'indice du coût de la vie n'a augmenté que de 3,4%, soit 14% sur une base annuelle, et les prix de gros n'ont progressé qu'à un rythme de 3,1%, ce qui correspond à un taux annuel de 13%. Cette évolution contraste avec des taux de plus de 20% durant les mois précédents. En outre, il est à noter que la stabilité de la valeur externe de la lire, combinée avec une orientation plus restrictive de la politique monétaire, est un des principaux facteurs de la lutte contre l'inflation.

La banque centrale s'est opposée aux pressions exercées sur le cours de la lire italienne en intervenant, pour des montants substantiels, sur les marchés des changes. En même temps, elle a renforcé le contrôle de la liquidité bancaire et resserré le régime de plafonnement des encours bancaires libellés en liras. Les normes sont fixées dorénavant sur une base mensuelle (au lieu d'une base bimensuelle auparavant) et le coefficient de réserves non rémunérées auprès de la Banca d'Italia a été relevé jusqu'à 75% du montant excédant la norme mensuelle. Les normes mensuelles, que la banque centrale italienne a annoncées à l'avance, sont très strictes, en particulier pour les tout prochains mois. Cette annonce d'une politique monétaire plus stricte a eu un effet immédiat sur le marché des changes.

Le gouvernement italien, à son tour, a présenté un programme économique et fiscal destiné à freiner la consommation interne et à libérer ainsi des ressources pour les exportations et les investissements. En même temps, le besoin de financement net du secteur public, pour l'année courante, sera réduit de 41.000 milliards (estimation antérieure) à 38.000 milliards de liras.

La réduction du besoin de financement du secteur public élargi sera obtenue par un renforcement de la taxation (en particulier impôts indirects), les restitutions au Trésor de fonds déposés par les agences publiques auprès des banques et une taxe spéciale sur les salaires dont le produit sera affecté à un fonds destiné à aider les entreprises en crise financière. Une partie des revenus supplémentaires sera dépensée en vue d'améliorer la position concurrentielle des entreprises italiennes, de promouvoir les exportations et

favoriser les investissements des institutions de crédit spécial dans le Sud de l'Italie et dans certains secteurs éprouvant des difficultés particulières.

M. Ciampi pense que la lire italienne devrait faire preuve d'une plus grande stabilité dans le proche avenir. La modération de la demande interne devrait se traduire par une réduction des importations et une reprise des exportations. Les mesures de politiques fiscale et monétaire sont de nature à soutenir la tendance à la décélération du rythme d'inflation, qui s'est déjà amorcée depuis quelques mois, le renforcement de la fiscalité ne devant ajouter au taux d'inflation que 1 à 1,5 point sur une base annuelle.

L'incertitude manifestée par les marchés, qui résultait du fait que le nouveau gouvernement avait retardé la présentation d'un programme économique, devrait maintenant disparaître; en outre, les syndicats ont accepté les mesures prises par le gouvernement et sont prêts, sur demande de ce dernier, à entrer en négociation avec les fédérations patronales au sujet de l'amélioration des relations industrielles, c'est-à-dire des améliorations notamment en matière de mobilité de la force de travail et de degré de compétitivité de l'économie italienne.

Se référant à l'exposé de M. Heyvaert, M. Pöhl précise que la situation actuelle est caractérisée par une faiblesse générale du dollar EU et non par une fermeté particulière du deutsche mark et du franc suisse. En effet, contre d'autres devises européennes, par exemple la livre sterling, l'affaiblissement du dollar est encore plus prononcé. En outre, il est difficile de dire que les banques centrales n'interviennent que pour défendre leur propre monnaie car on observe également des interventions, pour des montants substantiels, lorsque le dollar s'inscrit en baisse. C'est le cas par exemple des chiffres relatifs aux interventions enregistrées le 7 juillet 1980, interventions qui ont été effectuées principalement contre deutsche marks, mais aussi contre d'autres devises européennes (francs suisses, couronnes danoises). En revanche, pratiquement aucune intervention n'a eu lieu contre livres sterling, monnaie qui, outre le franc français, jouit actuellement de la plus grande fermeté. On peut, par ailleurs, se demander s'il est utile d'intervenir sur les marchés des changes dans la situation présente étant donné que la faiblesse récente du dollar trouve son origine dans la politique économique interne des Etats-Unis, notamment dans le recul continu des taux d'intérêt.

M. de la Genière précise qu'en France le taux d'intérêt, qui exprime l'orientation de la politique monétaire, n'est plus le taux d'escompte officiel (qui est devenu un taux "mort"), mais plutôt le taux d'adjudication des effets privés, taux auquel la Banque de France fournit essentiellement au système bancaire la liquidité nécessaire. Ce dernier taux, après avoir été ramené de 13 à 12 3/4% en mai, a été abaissé à nouveau, le 20 juin 1980, de 3/4 point à 12%. Cette mesure n'est pas motivée par des considérations d'ordre interne (la situation interne militerait, au contraire, en faveur du maintien d'un niveau élevé des taux d'intérêt); elle a été prise en vue de relâcher la force du franc français à l'intérieur du SME.

En réponse à une question posée par M. Pöhl sur les raisons de la fermeté actuelle du franc français, M. de la Genière indique que cette fermeté semble être due:

- au niveau relativement élevé, tant en termes nominaux qu'en termes réels, des taux d'intérêt, en France, par rapport aux autres pays,
- à l'appartenance du franc français au SME et à la volonté des autorités françaises de l'y maintenir,
- au fait que la dégradation de la balance des paiements courants est moins forte que dans d'autres pays; par exemple, le déficit de 20 à 25 milliards de francs auquel on s'attend pour 1980 (après un léger excédent en 1979) ne représente, en montant absolu, que la moitié du déficit qu'on prévoit dans le cas de l'Allemagne.

M. de Strycker se demande si le cours du franc français n'est pas également soutenu par la vente, sur le marché des changes, du produit d'importants emprunts contractés à l'étranger par les organismes publics et semi-publics français.

M. de la Genière indique que l'Etat français n'emprunte pas à l'extérieur et que les emprunts contractés par les entreprises nationalisées ne devraient pas avoir progressé de manière significative.

M. Théron explique que les opérations d'emprunt effectuées par les entreprises semi-publics portent certes sur des montants substantiels, mais compte tenu des remboursements d'emprunts antérieurs, l'effet net sur les marchés des changes est pratiquement nul. Par exemple, comme il ressort du tableau sur le mouvement des réserves brutes, remis aux Gouverneurs par M. Heyvaert, l'effet net de soutien pour le franc français s'est chiffré, durant le premier semestre, par un montant très modeste d'un peu plus de 100 millions de dollars EU, représentant le solde entre de nouveaux emprunts de \$1.428 millions et des remboursements d'emprunts antérieurs de \$1.316 millions.

M. de la Genière ajoute que le chiffre indiqué par M. Théron est très modeste par rapport aux autres sources de financement du déficit de la balance des paiements courants, à savoir l'évolution très favorable des termes des paiements et, dans une moindre mesure, des afflux de capitaux à court terme. Toutefois, les développements en matière de termaillage ne pouvant pas se poursuivre indéfiniment, les emprunts à long terme des organismes semi-publics devraient être plus importants au second semestre 1980. Répondant à une question de M. de Strycker concernant l'effet des restrictions en matière de crédit interne sur l'évolution des emprunts en devises effectués par les entreprises privées, M. de la Genière admet que ces opérations ont progressé mais les entreprises, principalement les petites et les moyennes, hésitent à prendre des risques de change.

En réponse à des questions posées par le Président et M. Gleske, M. de la Genière indique que, durant les premiers mois de 1980, la source principale pour le financement du déficit courant a été l'amélioration des termes des paiements. En second lieu, il y a eu des afflux de capitaux à court terme. L'augmentation sensible des balances francs des non-résidents ainsi constituées, est en grande partie liée au développement du commerce extérieur français. Plutôt que de placements en francs français, il s'agit en effet d'éléments de trésorerie, c'est-à-dire de fonds destinés à des paiements, que les opérateurs détiennent un peu plus longtemps en francs français en raison du niveau élevé des taux d'intérêt en France.

Le relâchement récent du contrôle des changes en France ne touche pratiquement pas au régime strict auquel sont soumises les transactions financières entre les résidents et les non-résidents; il a porté essentiellement sur la libéralisation complète, en supprimant tout délai, des opérations de couverture à terme des importateurs de matières premières.

M. Breen rappelle que le rapport de concertation mentionne qu'il a été mis fin aux arrangements provisoires qui avaient été adoptés pour la livre irlandaise, au début de la participation de l'Irlande au SME. Ces arrangements avaient été rendus nécessaires, à l'époque, par l'état du marché des changes irlandais et par le rôle prépondérant, pour l'Irlande, de la livre sterling. Au fil des mois, l'écart fixé par la banque centrale entre les cours acheteur et vendeur a pu progressivement être élargi. Maintenant, le marché des changes à Dublin est suffisamment développé pour permettre à la livre irlandaise de participer intégralement au mécanisme de change du SME. Par conséquent, la Central Bank of Ireland a pu communiquer au marché, le 12 juin 1980, qu'à partir du lendemain, elle respecterait les marges de

fluctuations prescrites par les règles du SME. En même temps, elle tient à remercier les autres banques centrales de la CEE de la compréhension que celles-ci ont manifestée à l'égard des problèmes particuliers éprouvés, à l'époque, par l'Irlande.

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

Le Président constate que le rapport est adopté par le Comité dans le texte du projet.

III. Coordination des politiques de change des banques centrales de la CEE à l'égard du dollar: échange de vues sur l'appréciation du comportement des principales monnaies, en particulier, le dollar

Le Président rappelle qu'en avril le Comité a décidé d'avoir des échanges de vues périodiques sur l'appréciation du comportement des principales monnaies, en particulier, le dollar. Il invite M. Lamfalussy à présenter ses réflexions sur ce sujet.

A. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy fait remarquer, à titre liminaire, qu'il profite du calme relatif sur les marchés des changes pour présenter quelques réflexions sur les aspects à plus long terme. A cette fin, des graphiques ont été élaborés illustrant l'évolution des taux de change réels*. De telles statistiques doivent cependant être interprétées de manière prudente du fait que la formation des taux de change nominaux quotidiens n'est pas déterminée exclusivement par la position concurrentielle des pays concernés, mais aussi, à long terme, par des développements structurels (par exemple, l'importance du pétrole pour la balance des paiements du Royaume-Uni) et, à court terme, par la direction et l'ampleur des flux de capitaux qui, à leur tour, sont influencés par les différentiels de taux d'intérêt et les attentes en matière de change. En outre, la marge d'erreur statistique, dans ces graphiques, peut atteindre quelques points de pourcentage.

Le graphique I, qui montre l'évolution des taux de change effectif ajustés en fonction de la performance relative des pays concernés en matière de prix de gros, de valeurs unitaires d'exportation et de coût unitaire du travail, fait ressortir qu'en 1977/78 les Etats-Unis ont réalisé un gain de

* Ces graphiques sont annexés au procès-verbal.

compétitivité important par rapport à l'année 1976, gain qu'ils ont pu préserver jusqu'à présent. Un gain encore plus significatif a été enregistré par le Japon, en particulier, en termes de coût unitaire de travail, ce qui signifie une amélioration de la rentabilité relative des entreprises japonaises. A l'inverse, depuis 1977, l'Allemagne et, dans une moindre mesure, la France ont subi une certaine perte de compétitivité en termes de coût unitaire de travail, tandis que les taux réels calculés sur la base de la valeur unitaire d'exportation ont été relativement stables. La détérioration de la position concurrentielle du Royaume-Uni est particulièrement sensible en termes de coût unitaire de travail; elle atteint plus de 40% par rapport à fin 1976 et 30% par rapport à 1973.

La situation en Italie et aux Pays-Bas est très similaire de celle de l'Allemagne et de la France, tandis que la Belgique a pu améliorer sensiblement sa position concurrentielle au cours des dernières années. Dans ces conditions, l'apparition d'un déficit de la balance des paiements courants ne peut être expliquée que par des facteurs autres que celui de l'inflation en Belgique. Dans le cas du Danemark, on constate un certain gain de compétitivité depuis six mois.

L'analyse du graphique III qui montre l'évolution des taux de change nominaux et réels des monnaies de la CEE vis-à-vis du DM, même, dans certains cas, à des conclusions différentes de celles tirées du graphique I, par exemple, la dégradation de la position concurrentielle en termes de prix à la consommation de la France et de l'Italie. Toutefois, la signification du graphique III est limitée du fait que celui-ci est fondé, d'une part, sur les taux de change bilatéraux, d'autre part, en l'absence de données trimestrielles pour le coût unitaire de travail, sur les prix à la consommation.

En conclusion, les éléments essentiels à retenir de l'analyse des graphiques sont:

- le gain de compétitivité des Etats-Unis qui devrait assurer, avec la récession actuelle, une amélioration de la balance des paiements courants; toutefois, les effets sur le cours du dollar EU de cette amélioration pourraient être compensés par ceux résultant de l'évolution des taux d'intérêt,
- l'amélioration de la position concurrentielle du Japon qui est ressentie sur les marchés internationaux,
- la forte détérioration du degré compétitif de l'économie britannique qui est bien connue,

- le fait que, contrairement à l'impression que pourrait donner une analyse superficielle des chiffres, il n'y a pas eu de dérapages majeurs dans le SME jusqu'à présent.

B. Discussion du Comité

M. Zijlstra demande lequel des trois indicateurs utilisés par M. Lamfalussy est le plus significatif. En outre, il souhaite des explications sur le mode de calcul des valeurs unitaires d'exportation.

M. Lamfalussy répond qu'il attribue la plus grande importance au coût unitaire de travail qui est le plus représentatif du degré de compétitivité d'un pays. En revanche, les valeurs unitaires d'exportation et les prix de gros ne sont pas très significatifs du fait que ces prix s'ajustent dans une grande mesure aux fluctuations des taux de change. De surplus, les données relatives aux valeurs unitaires d'exportation, qui sont dérivées des indices de valeurs ajustées par des indices de volume, sont douteuses également sur le plan statistique car la composition des exportations change dans le temps.

En réponse à une observation faite par le Président, M. Lamfalussy admet que le calcul des coûts unitaires de travail soulève également des difficultés statistiques qui ne devraient cependant affecter sa signification que dans une mesure limitée.

M. Ciampi se demande s'il est possible, en comparant la courbe des prix de gros avec celle du coût unitaire de travail, de tirer des conclusions sur la rentabilité des entreprises.

M. Lamfalussy précise que cette comparaison permet des conclusions sur l'évolution de la rentabilité relative des entreprises d'un pays individuel par rapport à la situation dans les autres pays. Cela n'exclut pas, par exemple, que l'amélioration relative de la rentabilité puisse être accompagnée d'une dégradation en termes absolus.

M. d Strycker trouve intéressants les graphiques présentés par M. Lamfalussy; il demande une explication sur le phénomène suivant qui est apparemment contradictoire: aux Etats-Unis, l'amélioration de la position concurrentielle va de pair avec un déficit de la balance des paiements et, vice versa, la détérioration s'accompagne d'un excédent, alors que c'est le contraire au Japon.

M. Lamfalussy pense qu'il existe une relation causale dans les deux sens: l'évolution des transactions courantes influence le taux de change et ce dernier, influe, avec retard, sur les paiements courants. Dans le

cas japonais, cette relation est très nette. En ce qui concerne les Etats-Unis, le déficit massif des paiements courants en 1977/78 ne s'explique pas entièrement par la dégradation précédente de la position concurrentielle, mais plutôt par une demande interne beaucoup plus intense que dans d'autres pays. Toutefois, à la suite de l'affaiblissement de la demande interne aux Etats-Unis, la position concurrentielle de ce pays devrait jouer un rôle prépondérant pour l'évolution future des transactions courantes et du cours du dollar.

M. de Strycker souligne que, dans le cas belge, il semble y avoir également une incompatibilité entre l'amélioration de la compétitivité et l'accroissement du déficit des paiements courants. Cette incompatibilité trouve son explication dans l'enchérissement du pétrole qui ne peut être corrigé par une réduction des coûts internes.

M. Zijlstra pense que la coïncidence d'une amélioration des paiements courants avec une dégradation de la position concurrentielle peut s'expliquer également par le fait que les effets des prix et des coûts sur les paiements courants se font ressentir avec un plus grand décalage que les effets de revenus qui résultent de la variation du solde des finances publiques. Aux Pays-Bas, par exemple, on constate un lien immédiat entre le déficit du secteur public et les paiements courants.

En réponse à une question posée à M. Pöhl sur les causes de ce lien, M. Zijlstra explique que, dans la mesure où l'accroissement d'un déficit du secteur public n'est pas financé par une progression correspondante de l'épargne réelle, mais plutôt par recours à la création monétaire, il en résulte nécessairement une demande excédentaire qui freine les exportations et stimule les importations.

M. de la Genière constate que les graphiques font ressortir deux groupes de pays: le premier groupe qui comprend les Etats-Unis, le Japon et le Royaume-Uni, a enregistré des mouvements très prononcés de la position concurrentielle tandis que, par exemple, dans le cas de l'Allemagne, la Belgique, la France et l'Italie, les courbes correspondantes ont peu fluctué évoluant de manière plus horizontale. Parmi les pays du second groupe, il faut cependant distinguer le cas de l'Allemagne et de la Belgique dont le taux de change effectif s'est apprécié, de celui de la France et de l'Italie qui ont connu la situation inverse. On peut se demander si cette évolution quasi horizontale de la courbe de compétitivité est le résultat d'une politique délibérée ou s'il s'agit purement d'une constatation ex post.

M. Lamfalussy fait remarquer que le second groupe de pays, mentionnés par M. de la Genière, comprend des pays à économie ouverte où les prix et les coûts internes s'ajustent normalement aux taux de change et vice versa. En revanche, les Etats-Unis sont un pays à économie relativement fermée où ce mécanisme d'ajustement est imparfait et, en tout état de cause, très lent. Le Japon est certes un pays à économie ouverte, mais les autorités ont réussi à atténuer, dans une grande mesure, l'impact des développements externes sur le niveau des prix et des coûts internes. Le cas du Royaume-Uni est le résultat de facteurs particuliers, tels que le pétrole et la politique économique et monétaire actuelle (notamment le niveau des taux d'intérêt).

Le Président clôture la discussion en remerciant M. Lamfalussy de son exposé et de la documentation intéressante qu'il a présentée.

IV. Analyse de la série mensuelle de statistiques

Le Comité ne procède pas à cette analyse du fait que ce sujet a été couvert, en grande partie, par le point III de l'ordre du jour.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Le Président informe brièvement le Comité des principaux sujets qui, à en juger d'après les renseignements en sa possession à ce jour, figureront probablement à l'ordre du jour des trois prochaines séances du Comité des Gouverneurs.

1. A la séance de septembre, les Gouverneurs auront à traiter les sujets suivants:

- a) un programme de travail sur certaines questions concernant le système monétaire européen. Les Suppléants ont déjà entamé hier leurs discussions sur ce programme en vue de présenter une note à la séance de septembre. La première partie du programme pourrait traiter de questions à résoudre pour proroger le SME sous sa forme actuelle (non institutionnelle) au-delà du 13 mars 1981 (notamment les mesures de caractère formel à prendre, la possibilité de combiner ces mesures avec un certain réexamen du SME). La seconde partie du programme de travail proposera des études sur quelques sujets sélectionnés concernant spécifiquement la phase institutionnelle du SME;

b) un rapport concernant le "Livre Vert" britannique sur le contrôle monétaire que prépare actuellement le groupe de travail sur l'harmonisation des instruments de politique monétaire. Ce document devrait être diffusé à temps pour la séance de septembre.

2. En novembre, les Gouverneurs devraient principalement discuter les mesures à prendre pour proroger le SME, notamment la prolongation des swaps d'or et de dollars contre Ecus. En effet, au terme du calendrier actuel, ces swaps devraient être renouvelés au début de janvier 1981 pour trois mois, c'est-à-dire pour une date postérieure à celle où, d'après l'Accord conclu le 13 mars 1979 entre les banques centrales, ils devront être définitivement dénoués. Les Suppléants et les experts présenteront aux Gouverneurs des propositions et des recommandations concernant ces mesures. Les Gouverneurs pourraient aussi reprendre, en novembre, leurs délibérations sur la phase institutionnelle du SME.

3. En décembre, les Gouverneurs examineront les politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE sur la base du rapport, élaboré deux fois par an, par le groupe que préside M. Bastiaanse. Ils devront peut-être également revenir sur la question du SME, en particulier, sur les mesures à prendre pour la prorogation du système.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 9 septembre 1980, à 10 heures.

8 juillet 1980

Confidentiel

Traduction

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

JUIN 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 juin et les premiers jours de juillet 1980.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Dans l'ensemble, les marchés sont demeurés calmes au cours du mois de juin. Le dollar des Etats-Unis a continué de se replier mais, comme en mai, ce mouvement a été modeste. De fin mai à fin juin, le dollar a fléchi de 2,9% par rapport au yen, de 2,6% par rapport au franc suisse et de près de 1 3/4% par rapport à toutes les monnaies du SME, à l'exception de la lire italienne, par rapport à laquelle il demeure finalement pratiquement inchangé. La baisse a été de 1% environ contre le dollar canadien, la couronne norvégienne et la couronne suédoise.

L'affaiblissement général du dollar au cours de la première moitié du mois est dû au recul persistant des taux d'intérêt aux Etats-Unis, alors que ces taux n'ont enregistré aucune variation significative sur la plupart des autres principaux marchés. Le fléchissement des taux d'intérêt américains est attribuable à la contraction de l'activité économique interne et à la réduction considérable de la demande de crédit aux Etats-Unis.

Par suite de la reprise de la demande de crédit à partir du milieu du mois de juin, le recul des taux du marché monétaire aux Etats-Unis s'est arrêté et un certain raffermissement a même été enregistré durant la dernière semaine du mois. Parallèlement, les taux ont eu tendance à fléchir sur la

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

plupart des autres principales places. L'incidence favorable exercée par cette évolution sur le cours du dollar a néanmoins été atténuée par l'incertitude généralisée au sujet des perspectives économiques. Aux Etats-Unis les taux de base ont continué à fléchir au cours du mois, passant de 14% à 11 1/2%. Etant donné que les taux du marché à court terme sont tombés à des niveaux nettement inférieurs au taux d'escompte, la Banque de Réserve fédérale a ramené ce dernier de 12 à 11% à compter du 13 juin.

Le fonctionnement du SME a été caractérisé par l'affaiblissement de la lire italienne, tandis que les relations entre les monnaies observant la marge de 2,25% ont été exemptes de toute tension. L'écart entre ces dernières a varié entre un maximum de 1,55% seulement le 20 juin et un minimum de 0,97% le 13 juin. En fin de mois, il ressortait à 1,37%, soit moins des deux tiers de la marge autorisée. Aucune monnaie ne s'est approchée de son seuil de divergence (indice 75). Les indicateurs n'ont pas dépassé l'indice 54, atteint par la lire le 30 juin (divergence à la baisse).

Dans ces conditions, les interventions intramarginales des banques centrales en monnaies du SME ont été très peu importantes.

Comme le montre le graphique 2, la lire italienne s'est située constamment en dessous des autres monnaies du SME et l'écart par rapport au franc français, la monnaie la plus forte du système, est passé de 2% au début du mois à 3 1/2% à la fin. La lire a été soutenue au moyen d'interventions massives; son affaiblissement s'explique essentiellement par les facteurs suivants: accroissement de la demande de devises d'origine commerciale, niveau élevé du taux d'inflation et incertitude générale qui règne sur le marché au sujet des perspectives économiques en Italie.

Aucune modification notable n'est intervenue dans les positions des autres monnaies participant au mécanisme de change. Le deutsche mark a occupé, la majeure partie du mois, la position la plus faible au sein de la bande étroite des monnaies communautaires, en alternance, durant la première quinzaine de juin, avec la couronne danoise et le franc belge. La faiblesse de la monnaie allemande peut s'expliquer par l'importance du déficit en compte courant et le niveau relativement bas des taux d'intérêt. La couronne danoise a regagné du terrain à partir de la deuxième semaine de juin, par suite de l'accroissement des importations de capitaux privés. Le franc belge a occupé la plupart du temps une position comprise entre la couronne danoise et le deutsche mark. Pour éviter une accentuation du ralentissement de l'activité économique nationale et en tenant compte de la réduction des taux du court terme intervenue tant à l'étranger que sur le marché monétaire interne, la Banque Nationale de Belgique a abaissé tous ses

taux à compter du 26 juin, unifiant ses taux d'escompte à 13%. Le taux des avances consenties dans le cadre des contingents a été fixé à ce même niveau.

En général, tout au long du mois de juin, le franc français est demeuré la monnaie la plus forte du SME. Le 24 juin, les autorités ont annoncé un assouplissement du contrôle des changes, concernant surtout les possibilités de couverture à terme. Le florin néerlandais s'est, en général, maintenu dans la partie supérieure de la bande. Compte tenu des modifications de la situation sur le marché des changes néerlandais et du fléchissement qu'ont enregistré par la suite les taux du marché monétaire interne, la Nederlandsche Bank a décidé, à compter du 23 juin, d'abaisser tous ses taux d'un demi-point. Le taux d'escompte néerlandais s'est ainsi établi à 9 1/2% et le taux des avances sur titres à 10 1/2%. La livre irlandaise a renforcé sa position au cours de la première quinzaine et est demeurée dans la partie supérieure de la bande. Le 13 juin, la Central Bank of Ireland a mis un terme aux arrangements provisoires qui avaient été adoptés au début de la participation de l'Irlande au SME. Dans le cadre de ces arrangements, les fluctuations de la livre irlandaise étaient maintenues dans des limites plus étroites que celles qui étaient possibles selon les règles du SME.

La livre sterling s'est appréciée de 1,3% par rapport au dollar et n'a pratiquement pas varié par rapport aux monnaies de la CEE. La Bank of England a effectué au cours du mois des interventions dans les deux sens en vue de régulariser les conditions sur le marché.

Le franc suisse s'est apprécié de 2,7% contre dollar et de 1,2% par rapport à l'Ecu; le yen japonais, pour sa part, s'est trouvé stimulé par la netteté des résultats des élections et a gagné 2,9% contre le dollar et 1,5% par rapport à l'Ecu. La Banque du Japon a effectué des interventions parfois substantielles afin de régulariser les cours du marché. La couronne suédoise a été soutenue par des ventes de dollars, ce qui lui a permis de ne pas varier pratiquement par rapport à l'Ecu. La couronne norvégienne s'est redressée de 0,9% à l'égard du dollar EU et a fléchi de 0,5% par rapport à l'Ecu, de sorte que le cours de change effectif est resté stable. Le dollar canadien a continué de s'apprécier contre dollar EU (0,9%) et a atteint un cours voisin de 87 en fin de mois. La Banque du Canada a effectué des interventions dans les deux sens qui se sont soldées par des achats nets de dollars EU.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

En général, les interventions en dollars EU n'ont pas été très importantes, sauf dans le cas d'une banque centrale. Les ventes se sont élevées à \$3,5 milliards en juin, soit 2,1 milliards de plus qu'en mai, mais nettement moins qu'au cours des mois de mars et avril. Ces cessions ont été essentiellement le fait de la Banca d'Italia qui est intervenue pratiquement chaque jour durant le mois. D'autres ventes notables sont à mettre à l'actif de la Sveriges Riksbank et de la Bank of England. Les achats ont diminué, pour atteindre au total \$3,6 milliards, contre \$5,0 milliards en mai et \$3,5 milliards en avril. Tout comme en mai, la Banque du Japon a été le principal acheteur, ses interventions s'étant situées pendant la première quinzaine du mois. D'autres acquisitions significatives ont été effectuées par la Bank of England, la Federal Reserve Bank of New York et la Banque du Canada.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions effectuées en monnaies du SME par les banques centrales du système ont atteint l'équivalent de moins de \$0,2 milliard, contre \$0,4 milliard en mai, ce qui constitue le chiffre le plus faible enregistré depuis l'entrée en vigueur du SME.

Ces interventions ont toutes été réalisées nettement à l'intérieur des marges de fluctuation de 2,25% et n'ont fait l'objet d'aucune notification au FECOM. Elles ont consisté en achats de deutsche marks contre francs français et florins néerlandais de la part de la Banque de France et de la Nederlandsche Bank.

Les interventions en dollars précitées effectuées à l'achat par la Federal Reserve Bank of New York ont eu lieu principalement contre deutsche marks et dans une mesure moindre contre francs suisses et francs français.

* * *

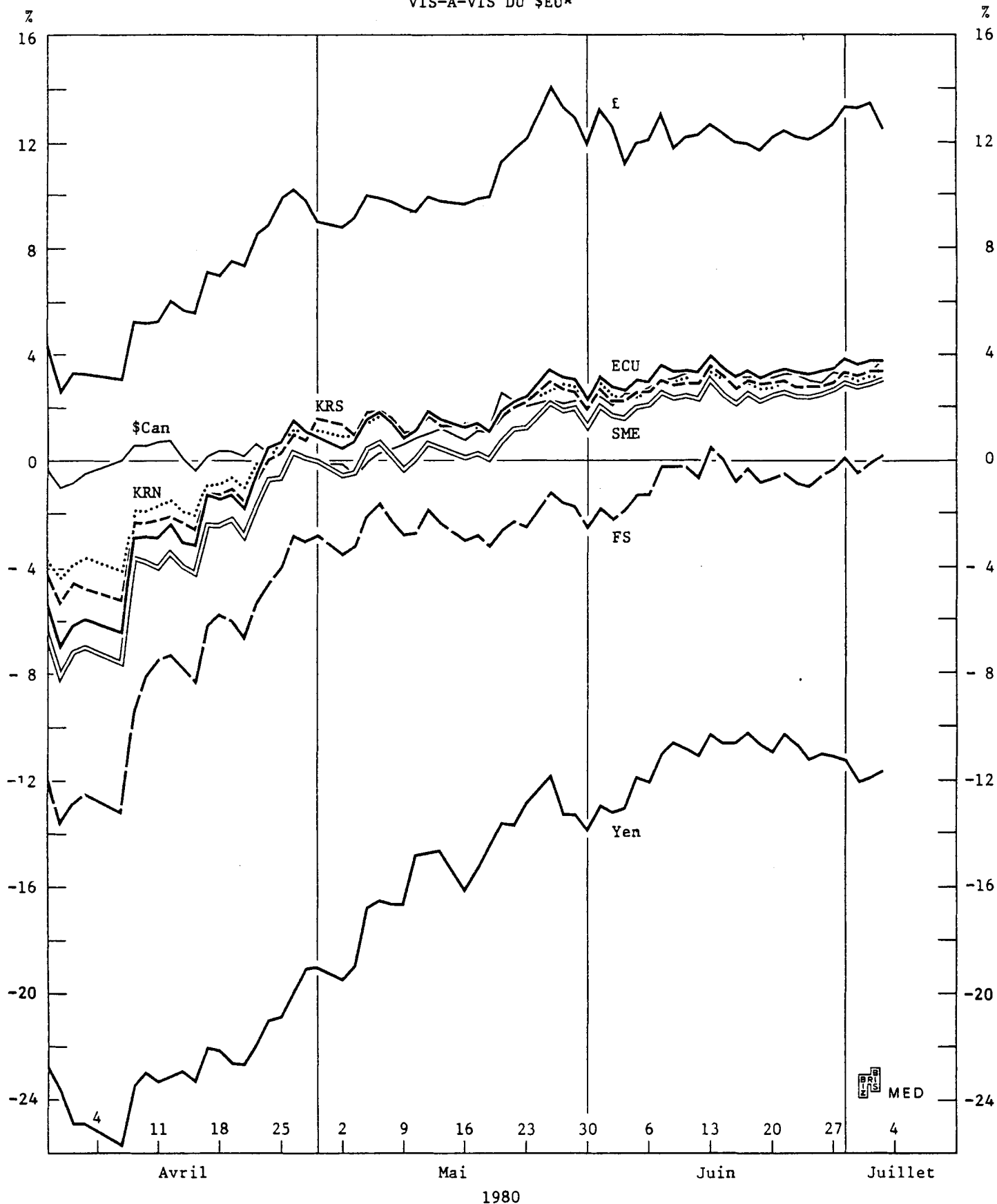
Après avoir été pratiquement stable au début de juillet, le dollar a enregistré une baisse allant de 0,1 à 0,7% par rapport à toutes les monnaies participant à la concertation, sauf la livre sterling et le yen japonais, à la suite de l'annonce, le 3 juillet, par la Federal Reserve Bank, de sa décision de supprimer progressivement le reste du dispositif spécial de contrôle du crédit.

La livre sterling s'est dépréciée de 0,3% par rapport au dollar en liaison avec la décision de la Bank of England de ramener de 17 à 16% le taux minimum d'avances à compter du 3 juillet. Quant au yen japonais, il s'est déprécié de 0,7% vis-à-vis du dollar.

L'écart entre la lire italienne et la plus forte monnaie du SME, en l'occurrence le franc français, s'est élargi à environ 4%; il s'est néanmoins quelque peu réduit après l'annonce, le 3 juillet, par les autorités italiennes, d'un programme de mesures économiques comportant des dispositions fiscales plus sévères. Les relations entre les monnaies observant une marge de fluctuation de 2,25% ne se sont pas modifiées, l'écart maximum s'élevant à 1,47% le 4 juillet.

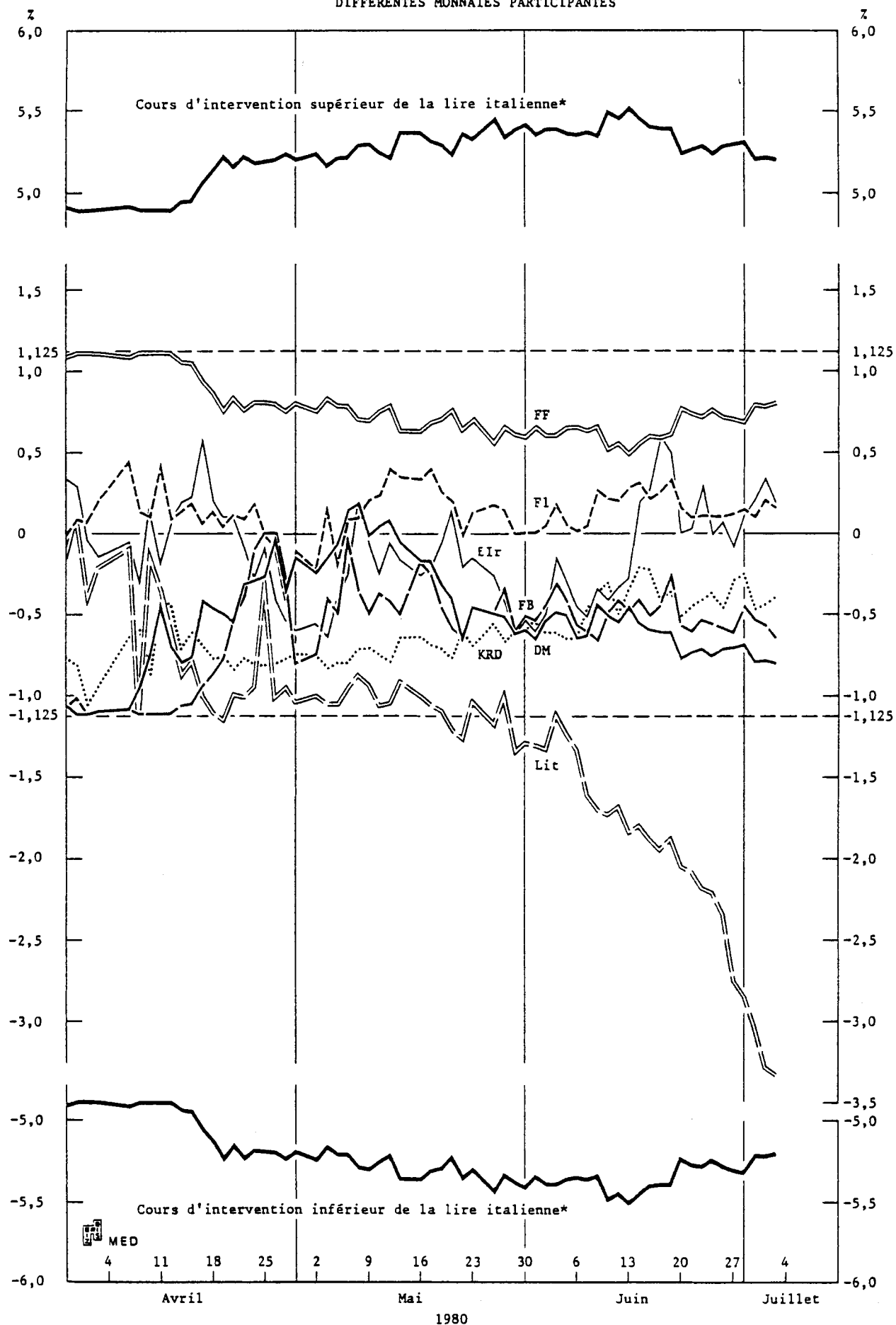
Les ventes de dollars ont atteint \$0,4 milliard, et ont été principalement le fait de la Banca d'Italia et, à un degré moindre, de la Sveriges Riksbank; les achats de dollars effectués essentiellement par la Banque du Canada, la Banque de France et la Federal Reserve Bank of New York forment un total de \$0,5 milliard. Les interventions de cette dernière institution ont été effectuées en majeure partie contre deutsche marks et marginalement contre francs français. On n'a enregistré aucune intervention en monnaies du SME de la part des instituts d'émission participants du système.

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; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignées le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

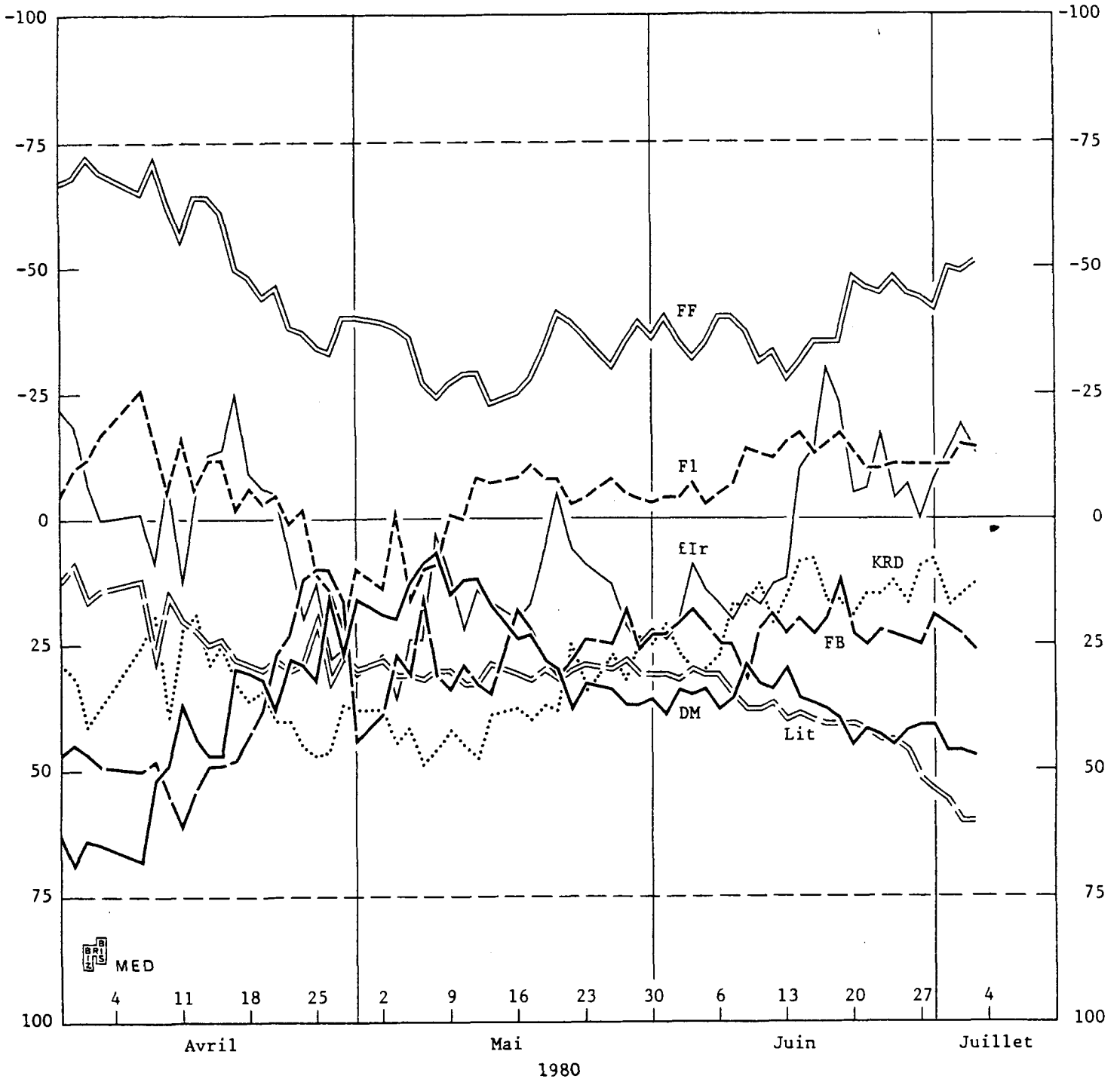
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* Les cours d'intervention 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 $\pm 2,25\%$.

3 juillet 1980

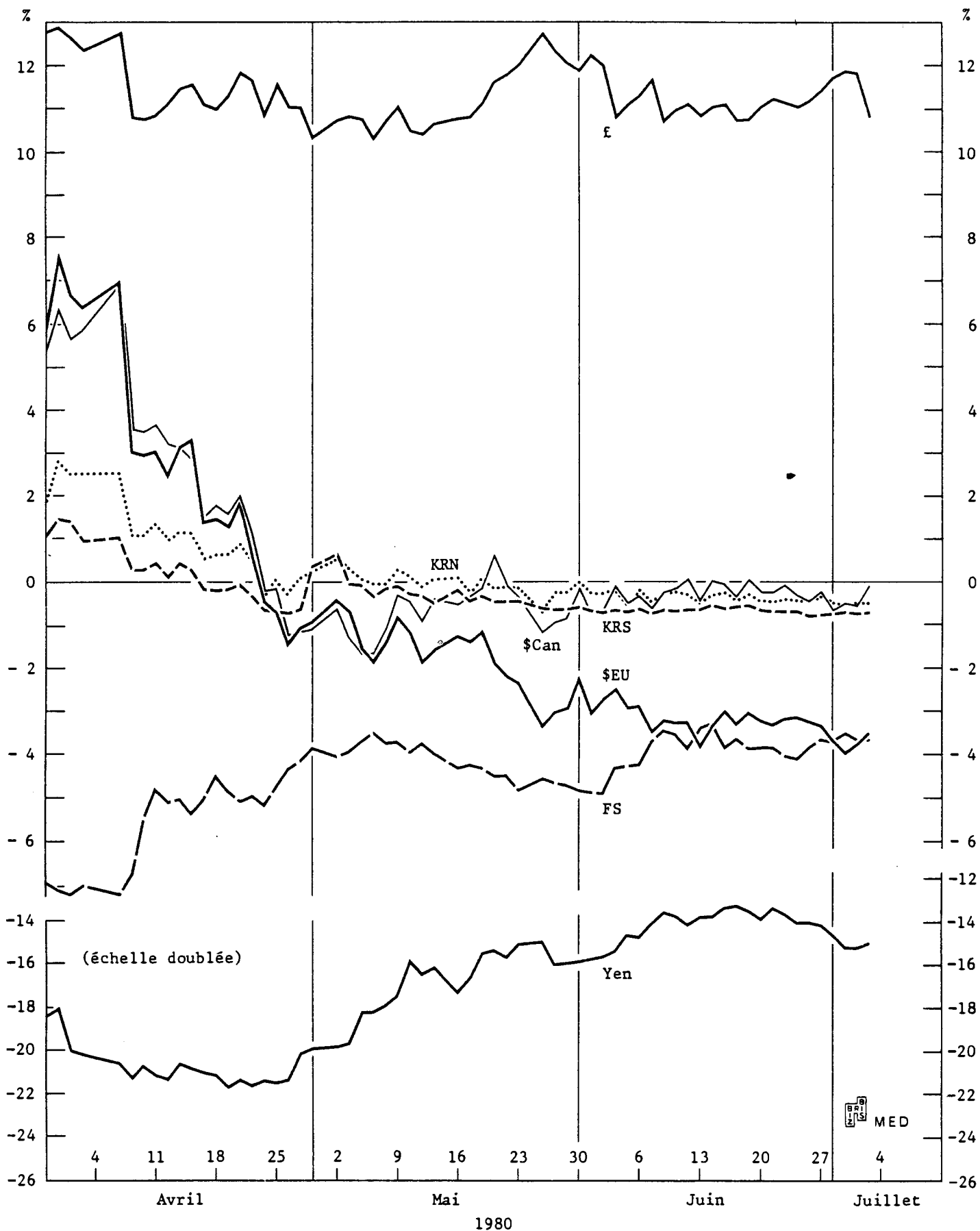
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* 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.

3 juillet 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.

3 juillet 1980

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS

BASLE

Monetary and Economic Department

REAL EXCHANGE RATES OF MAJOR CURRENCIES

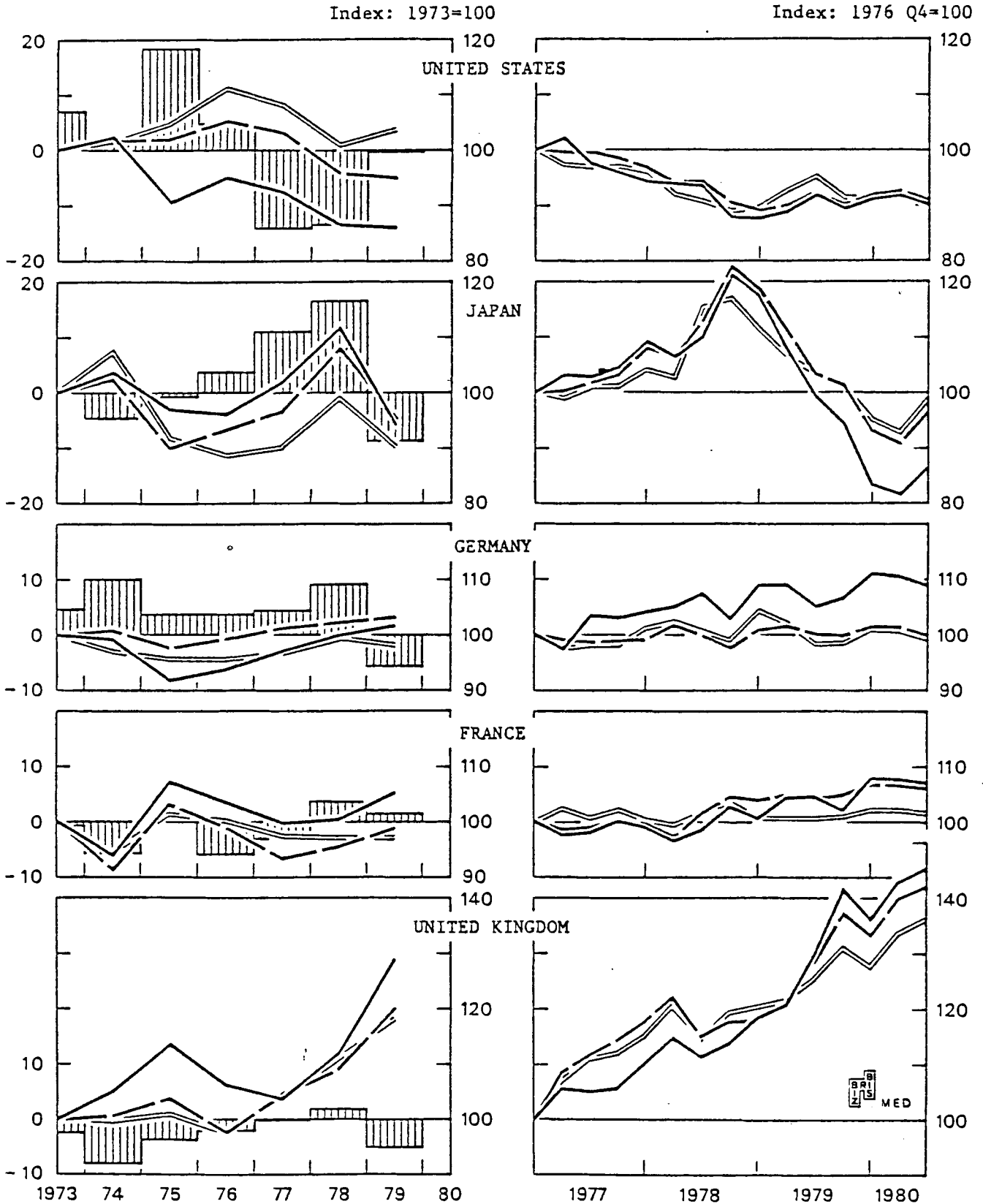
Real Exchange Rates of Major Currencies (Multilateral Comparisons)	I
Nominal and Real Exchange Rates of the US dollar against four Major Currencies	II
Nominal and Real Exchange Rates of the EEC Currencies against the Deutsche Mark	III

7th July 1980

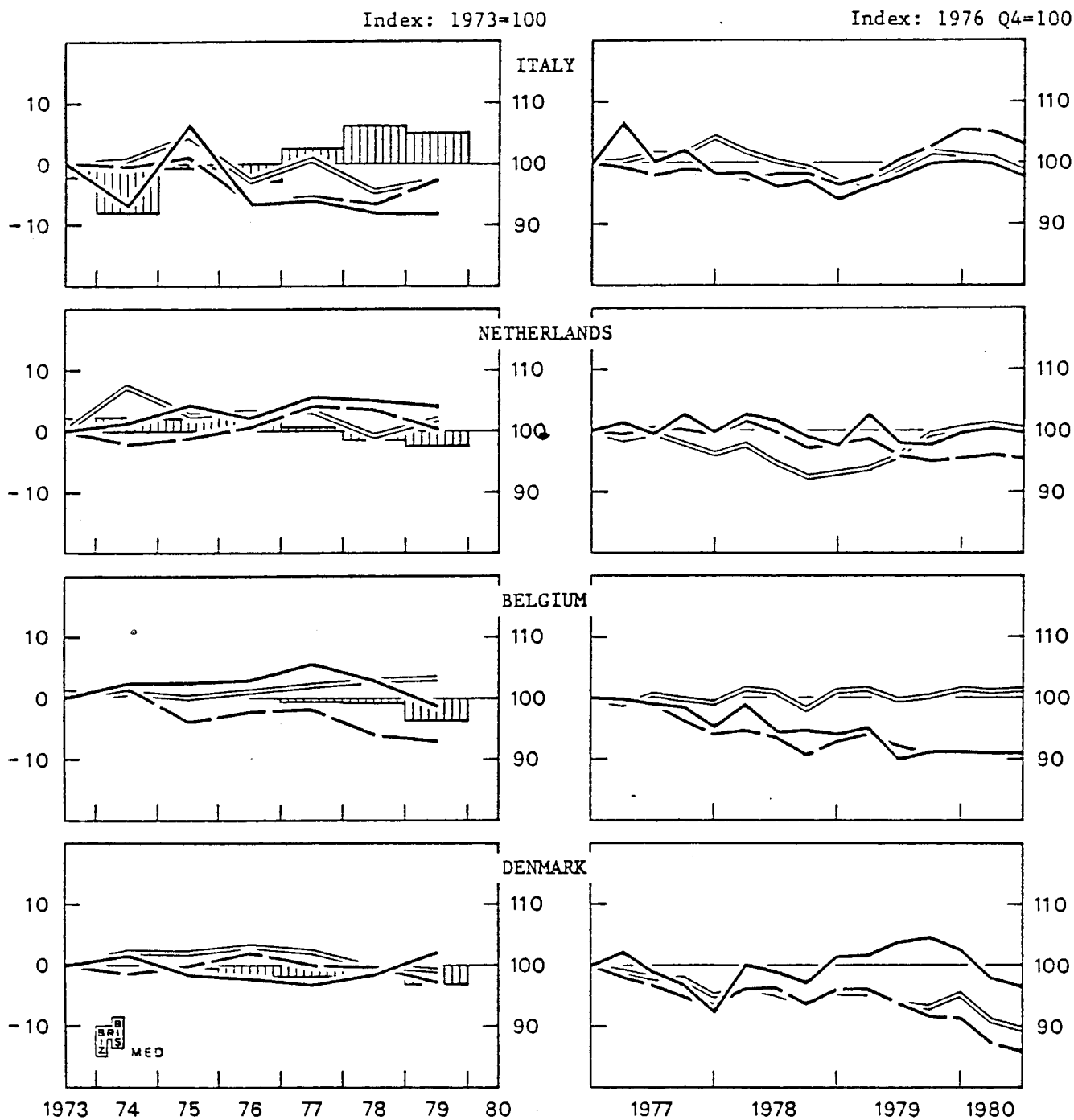
Graph I

REAL EXCHANGE RATES OF MAJOR CURRENCIES (MULTILATERAL COMPARISONS)*

Current account in billions of US dollars (left-hand scale) Unit labour costs
Wholesale prices
Export unit values



Graph I (contd.)

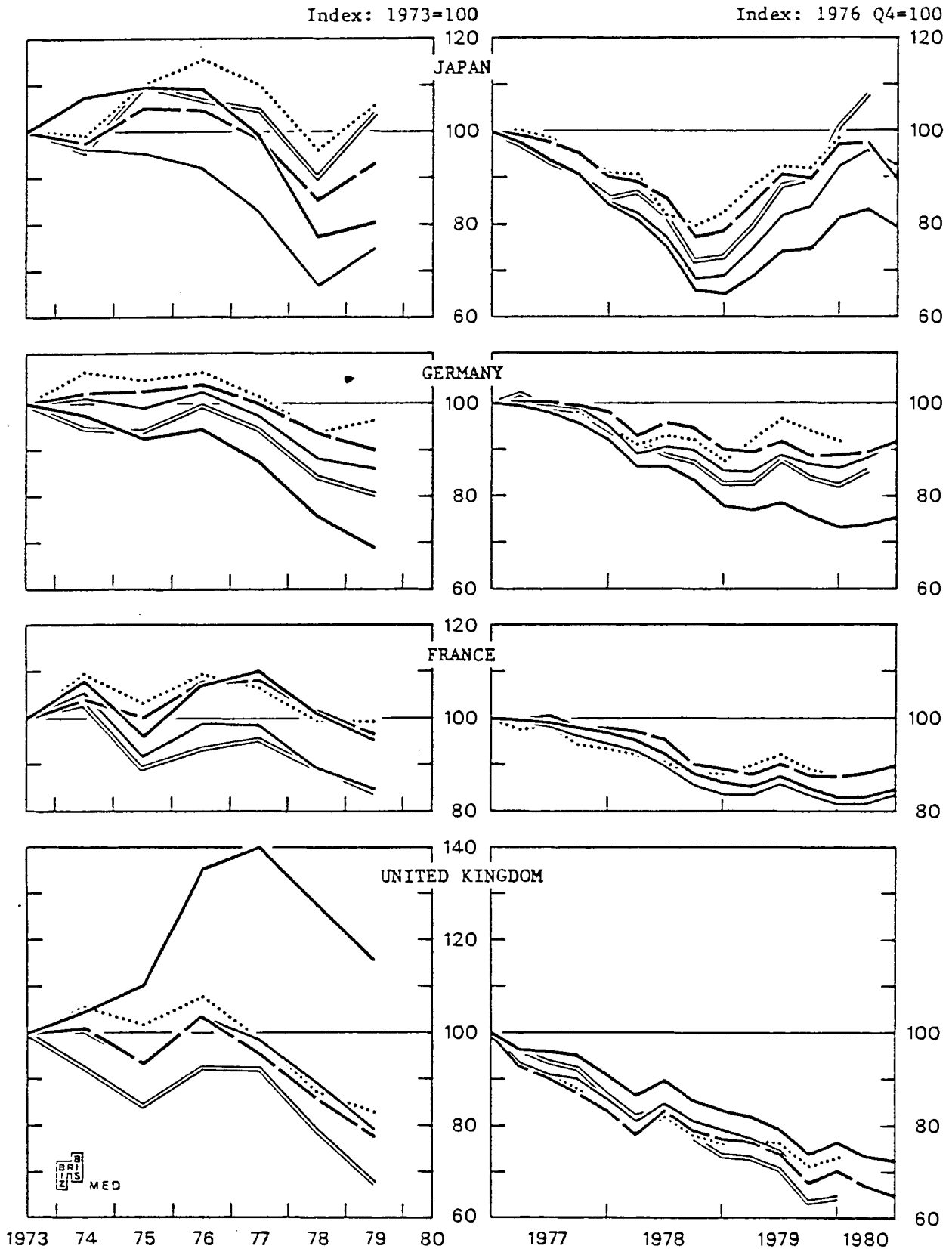


* Manufacturing cost and price indices adjusted for exchange rate changes relative to the trade-weighted average of other industrial countries (G-10, Switzerland, Austria and Denmark). An upward movement means an appreciation, therefore a deterioration of the competitive position. Source: International Financial Statistics, IMF, until the end of 1979. The data for 1980 are based on BIS estimates, which are subject to some margin of error.

Graph II

NOMINAL AND REAL EXCHANGE RATES OF THE US DOLLAR AGAINST
FOUR MAJOR CURRENCIES

———— Nominal exchange rate Real exchange rate in terms of
 ——— Wholesale prices
 ——— Consumer prices
 Export unit values
 = Unit labour costs



Note: The data for 1980 include BIS estimates.

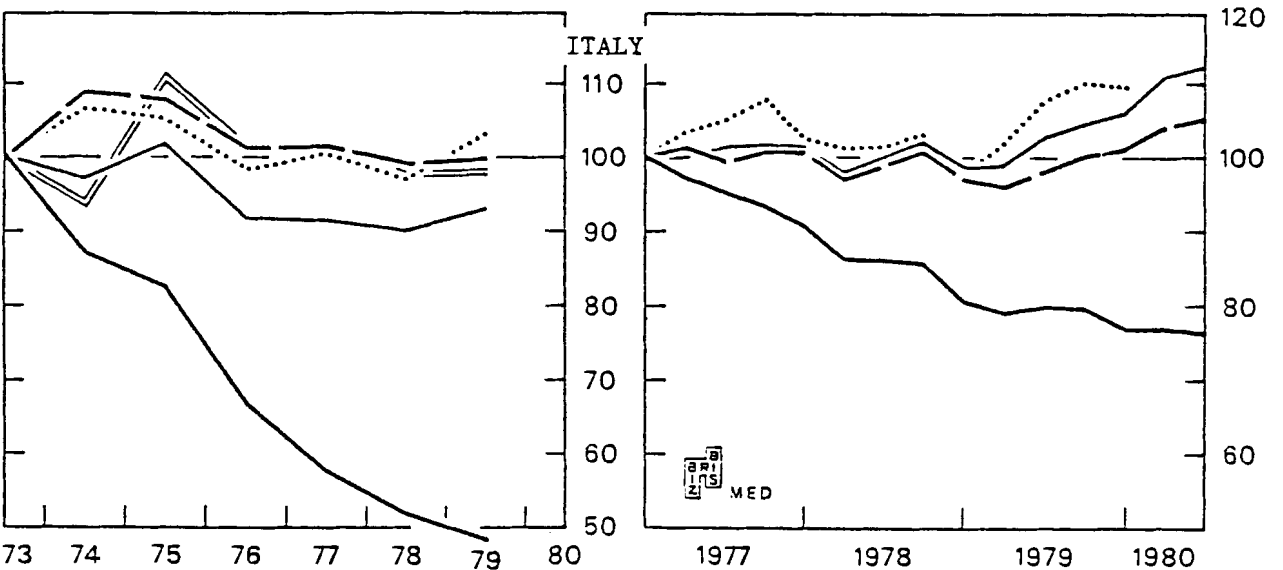
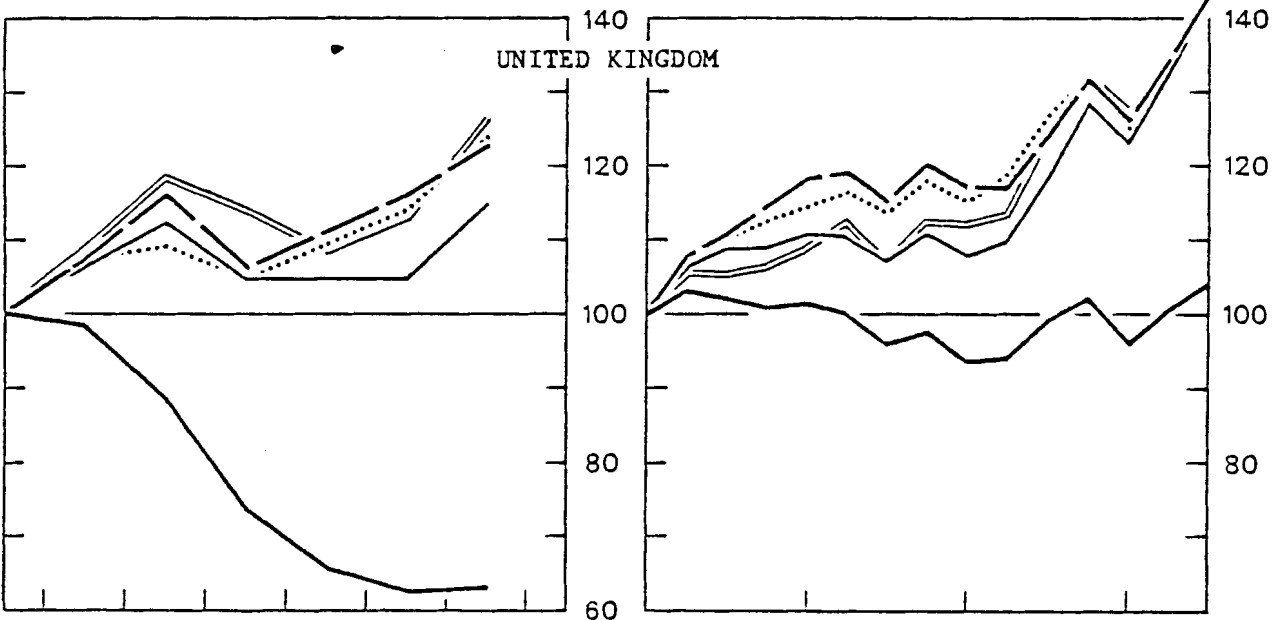
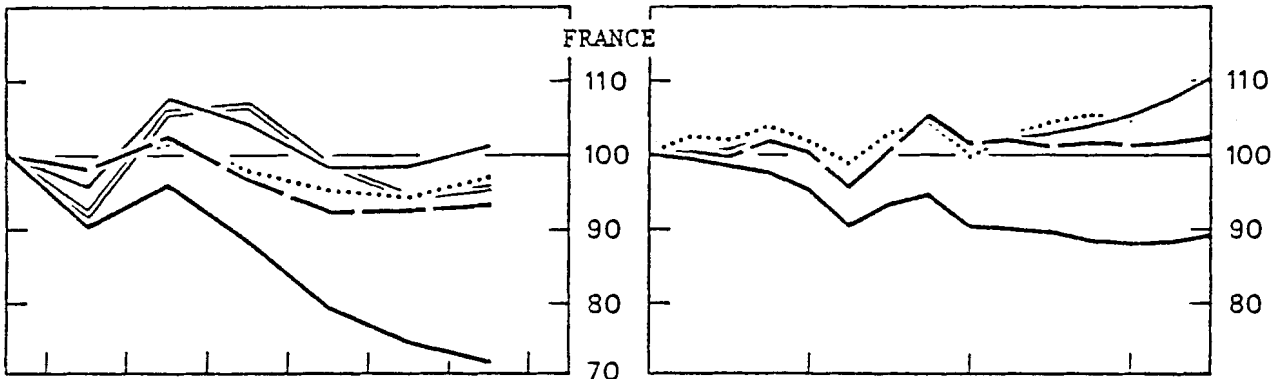
Graph III

NOMINAL AND REAL EXCHANGE RATES OF THE EEC CURRENCIES AGAINST
THE DEUTSCHE MARK

_____ Nominal exchange rate
 Real exchange rate in terms of
 ——— Wholesale prices
 ——— Consumer prices
 Export unit values
 ===== Unit labour costs

Index: 1973=100

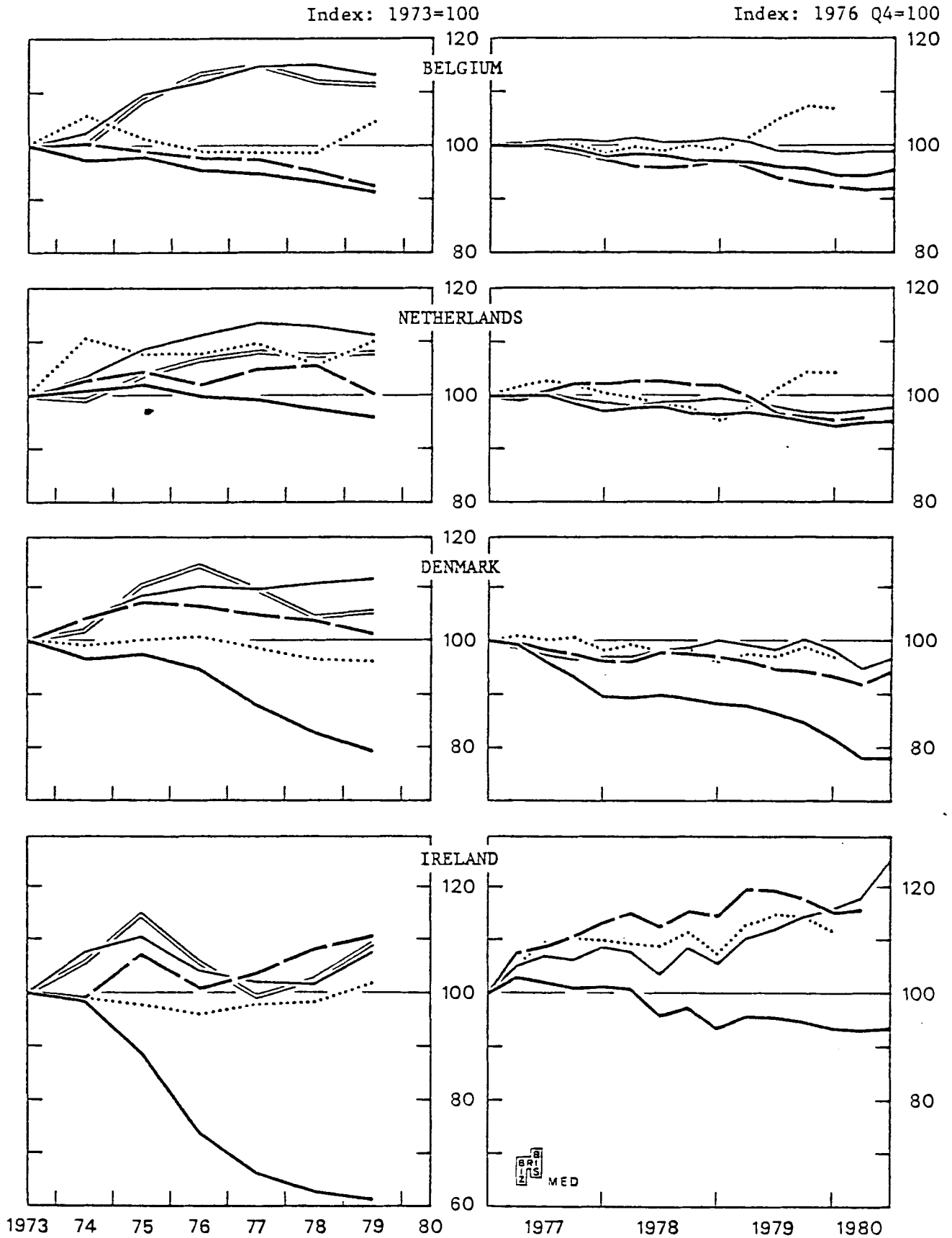
Index: 1976 Q4=100



1973 74 75 76 77 78 79 80

1977 1978 1979 1980

Graph III (contd.)



Note: The data for 1980 include BIS estimates.

7th July 1980