

PROCES-VERBAL \*  
DE LA CENT-QUARANTE-HUITIEME SEANCE  
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES  
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 9 SEPTEMBRE 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 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, Balfour et Goodhart; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortolí, accompagné par MM. Padoa-Schioppa, 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, M. Heyvaert et M. Kjaer. 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.

Le Président ouvre la séance en informant le Comité que M. Murray a dû subir une opération. Il se propose de transmettre à celui-ci les vœux du Comité pour un prompt rétablissement.

I. Approbation du procès-verbal de la 147e séance

Le procès-verbal de la 147e séance, tenue le 8 juillet 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 11 novembre 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 des mois de juillet et d'août 1980 et des premiers jours de septembre 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

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal.

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 et adoption du projet de programme de travail du Comité des Suppléants sur certaines questions relatives au SME

M. Mikkelsen rappelle que les Gouverneurs se trouvent en présence d'un document, en date du 8 septembre 1980, qui expose le programme de travail que les Suppléants proposent au Comité. Ce programme est divisé en deux parties. La première concerne les questions relatives à la prorogation du SME sous sa forme actuelle au-delà du 13 mars 1981 alors que la seconde partie traite des questions concernant la phase institutionnelle du SME.

Le premier groupe de questions fera l'objet d'un rapport qui sera diffusé aux membres du Comité avant la séance de novembre. Ce rapport traitera essentiellement des questions relatives à la prolongation des opérations de swap Ecus contre apports de réserves. Parmi ces questions figure notamment celle de la durée de la période pendant laquelle le mécanisme de swaps renouvelables devrait être poursuivi. Un premier échange de vues tenu par les Suppléants, le 8 septembre 1980, a abouti à la conclusion qu'il serait préférable d'envisager une période fixe de deux ans par exemple. En revanche, l'option de proroger le mécanisme pour une durée indéterminée, en attendant le passage à la phase institutionnelle du SME, ne pourrait éventuellement être réalisable qu'au prix de certains aménagements à l'Accord du 13 mars 1979. Or, les Suppléants sont d'avis qu'il ne serait pas opportun de procéder à des aménagements en liaison avec la décision sur la poursuite du mécanisme de swaps renouvelables. Un tel avis n'exclut pas qu'à un stade ultérieur, les Gouverneurs revoient certaines des dispositions de cet Accord, par exemple, les dispositions relatives à la contre-valeur en Ecus de l'or lors des opérations de swaps avec le FECOM.

Un rapport sur les questions concernant la phase institutionnelle du SME sera soumis au Comité à une date ultérieure. Ce rapport portera essentiellement sur les implications du développement de l'Ecu en un instrument de réserve et de règlement ainsi que celles des modalités d'apport de réserve au Fonds monétaire européen. Ces problèmes constituent les problèmes les plus importants de la transition vers la phase institutionnelle du SME. L'étude d'autres problèmes liés à cette phase devrait être réservée pour plus tard.

Le Président constate que le Comité approuve les recommandations faites par les Suppléants.

IV. Examen du rapport établi par le groupe de travail sur l'harmonisation des instruments de politique monétaire concernant le "Livre vert" du Royaume-Uni sur le contrôle monétaire

A. Exposé de M. Kjaer

M. Kjaer rappelle que le rapport du groupe d'experts sur l'harmonisation des instruments de politique monétaire, en date du 13 août 1980, concernant le "Livre vert" du Royaume-Uni sur le contrôle monétaire, répond au mandat que le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire ont confié audit groupe en mai dernier.

Le "Livre vert" présente trois propositions fermes, notamment la suppression du contrôle direct sur le passif exigible des banques ("le corset"). Ces propositions ne font pas l'objet de discussions dans le "Livre vert" et ne sont donc pas traitées dans le rapport.

Le "Livre vert" présente et développe deux autres propositions dont l'objectif principal, plus limité, consiste à améliorer le contrôle monétaire à court terme, soit à travers le contrôle de la base monétaire, soit par l'application d'un système à indicateur. Selon cette dernière conception, toute divergence par rapport à l'évolution souhaitée de la masse monétaire déclencherait un ajustement prédéterminé du taux d'intérêt officiel.

Le groupe de travail a examiné ces deux dernières propositions tant en ce qui concerne leurs coûts et avantages pour la gestion monétaire interne britannique que d'un point de vue communautaire.

S'agissant de l'efficacité de la gestion monétaire interne, le groupe doute que le recours au contrôle de la base monétaire puisse améliorer le contrôle monétaire. Etant donné les difficultés d'estimer à l'avance l'ampleur des flux de liquidités et des réserves obligatoires, la Bank of

England continuerait d'être obligée d'agir en tant que prêteur de dernier ressort et ne pourrait donc pas échapper à la nécessité de fixer le taux auquel des fonds liquides sont offerts. Même dans ces conditions, des changements profonds d'ordre institutionnel du système financier britannique seraient nécessaires.

Le système à indicateur, en revanche, pourrait être mis en oeuvre sans changements majeurs d'ordre institutionnel. Son application pourrait entraîner de promptes réponses des autorités monétaires à toute déviation de la croissance monétaire par rapport à l'évolution désirée. Toutefois, du fait que les modifications des taux débiteurs des banques n'affectent les encours bancaires qu'au bout d'un certain temps, l'amélioration du contrôle monétaire à court terme serait, au total, limitée.

Du point de vue communautaire, il est à noter qu'aucune des deux méthodes de contrôle monétaire en question n'est appliquée dans les autres pays membres. L'introduction d'une de ces deux méthodes dans le Royaume-Uni ne représenterait pas un pas vers "l'harmonisation des instruments" dans le sens étroit. Toutefois, comme il a déjà été mentionné dans un des rapports précédents, il importe d'attacher, dans l'état actuel de l'intégration monétaire, la plus grande importance à la coordination des politiques monétaires; l'harmonisation représente un objectif à plus long terme dont la réalisation immédiate pourrait être préjudiciable aux économies.

En ce qui concerne la compatibilité des deux méthodes de contrôle monétaire avec le SME, le groupe a abouti à la conclusion que, tant que le Royaume-Uni n'est pas membre à part entière du SME, l'application, de l'une ou l'autre des méthodes de contrôle, ne devrait pas poser de problèmes importants en ce qui concerne le fonctionnement souple du SME. Cependant, une variabilité plus grande des cours de change entre les monnaies du SME et la livre sterling pourrait avoir des conséquences néfastes pour certains pays participants dont les dimensions sont plus restreintes et qui ont des liens économiques et financiers étroits avec le Royaume-Uni.

Au cas où le Royaume-Uni participerait au mécanisme de change du SME, les risques de conflit, au sein de celui-ci, entre les engagements en matière de cours de change et les objectifs monétaires seraient amplifiés. En effet, si un grand pays comme le Royaume-Uni donnait priorité au lissage des fluctuations à court terme de la croissance monétaire, il pourrait en résulter, à l'extrême, la nécessité d'effectuer

des ajustements des cours-pivots plus fréquents et erratiques qu'il n'est désirable pour le bon fonctionnement du mécanisme de change du SME. Cette constatation s'applique, notamment, au contrôle de la base monétaire alors que, dans le système à indicateur, les autorités gardent le pouvoir de suspendre l'automatisme des modifications de taux d'intérêt. Toutefois, si les autorités faisaient trop fréquemment usage de ce pouvoir, un système à indicateur perdrait une bonne partie de sa signification.

Après avoir résumé les conclusions du rapport, il convient d'ajouter deux observations qui peuvent servir à saisir le rapport sous son vrai jour.

En premier lieu, les discussions du groupe ont révélé qu'aucun pays membre n'applique ou n'a appliqué des méthodes de contrôle monétaire prévoyant que la flexibilité opérationnelle soit remplacée par des réponses plutôt mécaniques à des déviations de la croissance monétaire par rapport à la trajectoire officielle, comme cela serait le cas si les propositions du "Livre vert" étaient adoptées dans leur forme pure. Etant donné ce manque de renseignements empiriques, les discussions du groupe et ses conclusions revêtent nécessairement un caractère quelque peu spéculatif.

En second lieu, le "Livre vert" aussi bien que les membres britanniques du groupe de travail ont confirmé que les méthodes de contrôle monétaire actuelles sont suffisantes pour réaliser des objectifs monétaires portant sur des périodes d'un an environ. De surcroît, des études économétriques préliminaires, qui ont été soumises au groupe, l'amènent à conclure que la masse monétaire, au Royaume-Uni, n'est pas plus instable à court terme que dans les autres pays. Ces deux constatations donnent à penser qu'une plus grande atténuation des fluctuations monétaires à court terme semble présenter un avantage qui est plutôt d'ordre politique et psychologique que de nature économique. Le rapport d'un groupe d'experts ne peut pas rendre pleinement justice à cet avantage sur lequel il faut porter un jugement au niveau politique,

#### B. Discussions du Comité

Le Président remercie M. Kjaer de son exposé et invite les Gouverneurs à formuler leurs observations.

M. Richardson rappelle que les méthodes de contrôle monétaire ont fait l'objet de discussions vives et détaillées au Royaume-Uni; certains commentateurs étaient très attirés par le système de contrôle de la base monétaire. En relisant le "Livre vert" et le rapport du groupe d'experts

sur ce document, on a l'impression que l'accent mis sur la désirabilité d'atténuer, à court terme, les fluctuations de la croissance monétaire est quelque peu exagéré. En effet, la question discutée, à l'époque, était de savoir s'il y avait des méthodes qui permettent d'aboutir à des fluctuations moins amples de la croissance monétaire qu'à l'heure actuelle, tout en admettant que le contrôle monétaire est essentiellement une tâche à plus long terme. La recherche de l'amélioration du contrôle monétaire à court terme était liée aux programmes importants de placements de titres d'Etat aux non-banques sur le marché obligataire. Ce marché, à travers lequel la plus grande partie du déficit public est financée, fait cependant preuve d'une grande sensibilité à des développements adverses des agrégats monétaires, si bien que, durant certaines périodes, les placements de titres d'Etat sont rendus plus difficiles, voire quelquefois impossibles.

Certains milieux universitaires britanniques sont attirés par le contrôle de la base monétaire à cause du "charme de la simplicité" de ce système. D'abord, le contrôle de la base monétaire est considéré comme un moyen permettant d'exercer un contrôle presque "mécanique" des agrégats monétaires à l'image du "corset". Or, dans les périodes d'application du "corset", les banques ont appris, de plus en plus, à contourner les contraintes de ce système en procédant, sur une très large échelle, à la désintermédiation, notamment sous forme d'effets commerciaux. Lors de chaque abandon du "corset", les opérations ont été immédiatement "réintermédiées". Cette expérience amène à penser que, même s'il était possible de contrôler de manière "mécanique" la masse monétaire à travers le contrôle de la base monétaire, ce système présenterait le risque d'entraîner des distorsions analogues à celles causées par le "corset".

Les partisans du contrôle de la base monétaire prétendent, en outre, que, dans un tel système, les mouvements de taux d'intérêt nécessaires sont obtenus plus rapidement que dans un système discrétionnaire. Il faut reconnaître qu'il est très difficile, pour la banque centrale, de porter un jugement sur le niveau des taux d'intérêt qui est approprié en vue de ramener la croissance de la masse monétaire à la trajectoire souhaitée. Le "Livre vert" examine les différentes méthodes de contrôle de la base monétaire ainsi que les caractéristiques d'un système à indicateur (où toute divergence par rapport à l'évolution souhaitée de la masse monétaire déclencherait un ajustement prédéterminé du taux de réescompte de la Bank of England). La Bank of England se féliciterait de toute contribution

que les autres banques centrales de la CEE pourraient apporter au débat, à la lumière de leur expérience, sur ces différentes méthodes d'intervention.

Le Président pense que la contribution des autres banques centrales au débat souhaité par M. Richardson risque fort d'être limitée du fait qu'aucune banque centrale de la CEE n'a jamais appliqué un système de contrôle monétaire mécanique.

M. de la Genière rend grâce aux autorités britanniques d'avoir déclenché, parmi les banques centrales de la CEE, une discussion sur les méthodes qu'elles pratiquent ou envisagent de pratiquer. Il se borne à faire quelques brèves observations.

D'abord, la clarification donnée par M. Richardson quant à la portée de l'objectif de lisser les fluctuations à court terme de la masse monétaire répond tout à fait aux préoccupations de la Banque de France. En effet, en lisant le "Livre vert", on a l'impression que celui-ci situe l'efficacité de la politique monétaire dans le court terme, alors que le Gouverneur Richardson a affirmé que le contrôle monétaire continue d'être considéré dans une perspective essentiellement à moyen terme. La Banque de France partage cette dernière opinion; elle pense que les fluctuations à court terme de la masse monétaire ne méritent une attention particulière que dans la mesure où elles sont de nature à engendrer, à moyen terme, un processus cumulatif indésirable.

La deuxième observation touche à la relation entre la création monétaire et le niveau des taux d'intérêt. Cette relation est, d'une part, mal connue en France; d'autre part, même si la connaissance en cette matière était plus complète, on constaterait probablement que l'élasticité du taux d'intérêt à la quantité de monnaie est extrêmement volatile. Du fait que la relation entre le niveau des taux d'intérêt et la croissance monétaire est donc de nature expérimentale, il semble extrêmement difficile d'élaborer un système à indicateur qui prévoit un lien prédéterminé entre les variations de la masse monétaire et le mouvement du taux d'intérêt officiel.

Troisièmement, il est à noter que, même dans un système de contrôle monétaire qui se fonde essentiellement sur l'instrument de l'encadrement du crédit, les taux d'intérêt ne peuvent pas être fixés à un niveau quelconque. En effet, il serait utopique de croire que l'encadrement du crédit permettrait de combiner une politique restrictive avec un niveau faible des taux d'intérêt. L'expérience montre que dans ce cas l'encadrement "saute"; en raison du niveau faible des taux d'intérêt, la demande

de crédit tend à dépasser l'offre de crédit de telle manière que les autorités sont forcées d'octroyer des rallonges pour faire face à cette demande accrue de crédit.

Quatrièmement, en ce qui concerne la relation entre la politique monétaire et les contraintes imposées par la participation au SME, une régulation fine à court terme de la création monétaire peut, pendant certaines périodes, entrer en conflit avec l'obligation d'intervenir sur les marchés des changes ou de varier les taux d'intérêt pour assurer la stabilité du taux de change. En revanche, si la politique monétaire se situe dans une perspective à plus long terme, il n'y a pas de contradiction entre la poursuite d'objectifs monétaires et les contraintes externes; au contraire, la stabilité des taux de change présuppose la poursuite d'objectifs quantitatifs harmonisés dans la Communauté. A cet égard, il est à noter que la politique monétaire française est pluraliste quant aux objectifs intermédiaires; elle "joue" à la fois sur les quantités de monnaie créée, le niveau des taux d'intérêt et les variations du taux de change. Toutefois, pour des raisons propres à la France, les autorités attribuent, pour l'instant, un faible rôle au dernier de ces éléments. Alors que, dans le passé, on a fait trop usage du taux de change en tant que variable d'ajustement, la stabilité de ce taux est actuellement considérée comme un élément indispensable de la politique contre l'inflation.

Enfin, il convient de mentionner qu'en France, on observe très peu de désintermédiation. Grâce au contrôle de change, la désintermédiation à travers les marchés étrangers se limite à des montants relativement faibles. En revanche, on constate depuis quelque temps un déplacement des opérations de financement du système bancaire vers les marchés financiers. Il s'agit là cependant d'un développement qu'il faut favoriser du fait que dans le passé les marchés financiers ont été sacrifiés beaucoup trop longtemps au profit d'un dynamisme excessif du crédit bancaire.

M. Ciampi fait remarquer que les autorités italiennes appliquent, depuis les années soixante, un système de contrôle de la base monétaire. L'expérience faite avec ce système suggère que le contrôle de la base monétaire permet de maîtriser l'évolution monétaire et du crédit bancaire avec un décalage de 12 à 18 mois. A plus court terme, le décalage entre l'action monétaire et la réponse du marché implique des résultats moins sûrs. Il est vrai que la Banca d'Italia se fixe, dans le cadre de la gestion monétaire journalière, des objectifs opérationnels en matière de base monétaire, mais elle ne les considère pas comme un moyen de régulation fine.



Au cas où les autorités constatent une croissance excessive des agrégats monétaires et de crédit, due à la création abondante de liquidités à travers le Trésor, ou, dans une moindre mesure, par l'étranger, les autorités recourent à l'instrument du plafonnement de crédit. En procédant de cette façon, les autorités sont cependant conscientes des effets néfastes à long terme qu'exerce le plafonnement sur la structure du système bancaire.

M. Ciampi conclut en disant que l'expérience italienne confirme l'hypothèse selon laquelle le contrôle de la base monétaire est suffisant pour maîtriser l'évolution monétaire à plus long terme alors qu'il s'avère insuffisant pour régulariser la croissance monétaire à court terme.

M. Zijlstra pense que les discussions sur le "Livre vert" ramènent les Gouverneurs au problème important de l'harmonisation des instruments de politique monétaire, qui constitue le premier pas vers l'Union économique et monétaire.

En ce qui concerne les méthodes de contrôle monétaire analysées dans le "Livre vert", il semble clair que le contrôle de la base monétaire ne puisse pas devenir une technique acceptée à l'échelle communautaire. En effet, cette méthode présuppose un minimum de stabilité du multiplicateur monétaire. Or, dans le cas des Pays-Bas, cette grandeur est extrêmement instable et l'introduction de réserves obligatoires ne pourrait résoudre le problème que partiellement. D'une part, la relation entre les billets de banque et espèces et les liquidités détenues sous forme de dépôts bancaires est très volatile; d'autre part, les banques sont - et doivent être - libres de détenir des réserves liquides au-delà des montants prévus par le système de réserves obligatoires. Etant donné l'élasticité du rapport entre les réserves liquides obligatoires et celles détenues effectivement, une action sur la base monétaire n'exerce pas nécessairement l'effet désiré sur la croissance monétaire et de crédit.

L'instabilité, mentionnée par M. de la Genière, de la relation entre la quantité de monnaie et les taux d'intérêt, s'explique par le phénomène d'anticipation inflationniste. Un changement dans ces anticipations déplace la courbe qui représente l'élasticité de la demande de monnaie aux variations des taux d'intérêt. Par conséquent, dans un monde où les anticipations inflationnistes sont variables, les autorités monétaires ne peuvent pas suivre des règles mécaniques. Dans ce contexte, il serait utile d'examiner les circonstances particulières qui expliquent les résultats satisfaisants du contrôle de la base monétaire dans le cas

de l'Italie. En revanche, l'introduction de cette méthode aux Etats-Unis, en octobre 1979, n'a pas eu de résultats satisfaisants; au contraire, comme il ressort des fluctuations brutales des taux d'intérêt, le contrôle de la base monétaire a eu un impact déstabilisateur sur les attentes manifestées par les marchés.

En bref, la méthode du contrôle de la base monétaire ne peut guère être recommandée, notamment du fait de l'instabilité du multiplicateur monétaire. Il est admis qu'à long terme la base monétaire et la masse monétaire évoluent en parallèle, mais ce rapport ex post ne fournit aucun guide pour la prise de décision en matière de politique monétaire.

D'autre part, le système à indicateur ne pourrait guère être appliqué aux Pays-Bas, car l'action des autorités sur le niveau des taux d'intérêt doit s'inspirer des contraintes imposées par l'évolution sur les marchés externes. Il pourrait être utile pour le Royaume-Uni, dans les circonstances actuelles, mais il ne serait pas applicable à l'intérieur du SME.

La lecture du "Livre vert" rappelle également le fait que très peu de progrès ont pu être accomplis dans la voie vers l'harmonisation des instruments de la politique monétaire. Certains pays ne formulent pas d'objectifs quantitatifs en matière de croissance monétaire et de crédit; d'autres pays se fixent de telles normes, mais permettent des déviations. Un troisième groupe a fait l'expérience que l'évolution monétaire a répondu par accident à l'objectif fixé par les autorités. Par exemple, aux Pays-Bas, les objectifs intermédiaires de la politique monétaire ont pu être atteints au cours des dernières années, mais du fait, uniquement, que la liquidité excessive créée par le Trésor a été compensée par les effets de contraction du déficit de la balance des paiements, lequel, à son tour, a été le résultat du déficit trop important du secteur public. Cette constatation amène à la conclusion qu'il existe trop peu de connaissance quant aux effets des instruments appliqués actuellement par les pays membres de la CEE, quant à la nature des instruments qui devraient être en fait à la disposition des autorités et quant à leur application harmonisée à l'intérieur de la Communauté. L'examen de ces questions mérite d'être poursuivi par le Comité des Gouverneurs qui pourrait en discuter de temps à autre.

M. de Strycker indique que les considérations exposées par le groupe d'experts sur la compatibilité des systèmes de contrôle monétaire décrits dans le "Livre vert" et la participation au mécanisme de change du SME présentent un intérêt particulier pour le Comité des Gouverneurs.

Celui-ci, d'une part, se penche par vocation sur le bon fonctionnement du SME, d'autre part, continue de souhaiter que le Royaume-Uni décide un jour de joindre le système de change communautaire. L'examen du "Livre vert" par le groupe amène à la conclusion que les deux systèmes de contrôle monétaire décrits seraient difficilement compatibles avec les engagements en matière de taux de change qui découlent d'une participation au mécanisme de change du SME. En effet, leur application rigoureuse risquerait d'entraîner des mouvements erratiques des taux d'intérêt britanniques qui ne devraient pas rester sans impact sur les taux de change. Nombre de cas, notamment dans le passé récent, mettent en évidence qu'en l'absence de changements dans les attentes de taux de change, un rapport étroit existe entre le mouvement des taux d'intérêt et le développement des taux de change pour beaucoup de monnaies et pas seulement pour les plus petites. Il y a donc lieu d'être préoccupé par des méthodes de contrôle monétaire qui pourraient entraîner des fluctuations importantes des taux d'intérêt et donc des taux de change. Or, dans ce dernier domaine, si des changements des cours-pivots ne doivent pas être exclus, des modifications trop fréquentes iraient à l'encontre de la philosophie fondamentale du SME.

Le Président clôture la discussion en remerciant le groupe d'experts de son rapport; M. Richardson exprime sa reconnaissance pour les contributions apportées par les Gouverneurs à la présente discussion.

#### V. Echange de vues sur les points à l'ordre du jour des réunions monétaires internationales de Washington

Le Président indique qu'un tel échange de vues est inscrit traditionnellement chaque année à l'ordre du jour de la séance du Comité de septembre. S'il ne semble pas nécessaire de discuter ce jour des questions de fond, une question de procédure mérite d'être considérée par le Comité. Cette question concerne la rencontre informelle des Ministres des Finances de la CEE à Luxembourg, les 20 et 21 septembre. D'une part, l'invitation à cette réunion s'étend, par pays, au Ministre des Finances et à une autre personnalité. D'autre part, M. Hoffmeyer a été invité à y participer en sa qualité de Président du Comité des Gouverneurs. Toutefois, étant donné que le Comité n'a pas discuté les questions en cause, son Président ne sera pas en mesure de parler au nom du Comité. Entre-temps, cependant, il semble y avoir eu quelques changements quant à l'organisation de cette rencontre.

M. Jaans précise qu'il est entendu que les Ministres des Finances seront libres de se faire accompagner par le Gouverneur de la banque centrale. En outre, les délégations qui devaient comprendre en principe seulement deux personnes par pays, pourront être étendues à une troisième personnalité.

L'invitation des Présidents du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire ne vise pas à connaître les vues de ces deux Comités sur des sujets qu'en fait ils n'ont pas discutés. La présence des deux Présidents est plutôt considérée comme utile dans l'éventualité de travaux à entreprendre à la suite de la rencontre des Ministres des Finances. Par ailleurs, le Président du Conseil des Ministres des Finances de la CEE entend soulever d'autres questions telles que le problème du recyclage et la contribution du FMI et de la Banque Mondiale à la résolution de ce problème, l'opportunité d'un réexamen du SME et la procédure à prévoir à cette fin ainsi que la conférence tripartite.

M. Zijlstra se félicite du changement de procédure que M. Jaans vient de signaler au Comité et rappelle qu'aux Pays-Bas, le Président de la banque centrale est Gouverneur du FMI. D'une manière plus générale, il serait regrettable que les rencontres des Ministres des Finances soient organisées de plus en plus sans la participation des Gouverneurs des banques centrales. Ceux-ci devraient être vigilants à ce danger et insister sur leur participation.

#### VI. Analyse de la série mensuelle de statistiques

Le Comité ne procède pas à cette analyse.

#### VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

##### Participation du Gouverneur de la Banque de Grèce aux séances du Comité des Gouverneurs

Le Président rappelle qu'à partir du 1er janvier 1981 la Grèce deviendra à part entière membre de la Communauté européenne et fera donc partie de tous les organismes et institutions communautaires. Toutefois, lors des négociations d'adhésion, il a été convenu que la Grèce participera aux activités des Comités de la CEE déjà quelque peu avant cette date.

En conformité avec ces arrangements, avec les intentions du Comité monétaire et aussi avec la pratique suivie en 1972, le Président propose aux Gouverneurs d'inviter le Gouverneur de la Banque de Grèce aux séances du Comité dès le mois de novembre 1980.

Le Comité approuve la suggestion du Président.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 11 novembre 1980, à 10 heures.

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

---

JUILLET ET AOUT 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 les mois de juillet et d'août et les premiers jours de septembre 1980.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

D'une manière générale, la situation a été assez calme sur les marchés des changes en juillet et en août. Les facteurs politiques ont joué dans l'ensemble un rôle secondaire. Etant donné que, durant cette période de vacances, les opérations se sont déroulées sur des marchés plus étroits, les fluctuations journalières des cours ont été plus amples qu'à l'accoutumée.

Les cours ont été principalement influencés par la modification des écarts entre les taux d'intérêt du dollar EU et ceux des autres monnaies, ainsi que par l'incertitude des marchés quant à l'évolution ultérieure de la conjoncture aux Etats-Unis.

Le mouvement de recul des taux d'intérêt du dollar s'est ralenti puis arrêté; ensuite, des informations faisant prévoir la fin de la baisse conjoncturelle aux Etats-Unis ont provoqué la reprise de ces taux d'intérêt. Simultanément, le niveau de ceux-ci semblait continuer à s'inscrire en baisse dans un grand nombre d'autres pays, en Europe et au Japon.

---

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

Dans ces conditions, la monnaie américaine a réalisé, à l'issue de la période sous revue, un gain, parfois sensible, sur toutes les autres monnaies impliquées dans la concertation, sauf vis-à-vis de la livre sterling.

L'évolution du cours du dollar EU a néanmoins parfois été fort variable. Elle a été en général étroitement parallèle à celle du marché monétaire aux Etats-Unis et du marché de l'euro-dollar. La cote du dollar est demeurée relativement stable par rapport à la plupart des monnaies jusque dans le courant de la troisième semaine de juillet. Une légère tendance à la hausse s'est amorcée vers la fin du mois, suivie peu après d'une appréciation sensible de la monnaie américaine, principalement par rapport au deutsche mark, au yen et au franc suisse. Dans un premier temps, on fut assez surpris par ce raffermissement du cours du dollar, étant donné que l'institut d'émission américain venait tout juste d'abaisser d'un point - à 10% - le taux d'escompte. La déclaration du Président Volcker, selon laquelle les objectifs de masse monétaire pour 1981 seraient abaissés d'un demi-point dans chaque cas par rapport à 1980 et le fait que la Federal Reserve a accepté une augmentation relativement forte du taux des fonds fédéraux, ont donné à penser aux opérateurs du marché que les Etats-Unis allaient continuer à combattre résolument l'inflation. Enfin, lorsqu'on apprit qu'en juin les "leading indicators" avaient de nouveau progressé, on assista à d'importants achats de dollars.

En l'absence de données plus récentes sur l'évolution des facteurs économiques fondamentaux aux Etats-Unis, le cours du dollar a subi, au début du mois d'août, l'influence de l'évolution quelque peu irrégulière des taux d'intérêt en dollars. Par la suite, la monnaie américaine a bénéficié de facteurs - tels que la forte expansion des agrégats de masse monétaire et le relèvement prudent du taux de base - qui ont donné au marché l'impression que la période de baisse des taux était provisoirement révolue.

Au sein du système monétaire européen, les mois de juillet et d'août se sont également déroulés sans tensions. Si le deutsche mark et la lire ont été soumis de temps à autre à une certaine pression, à aucun moment les monnaies du système ne risquaient d'atteindre le seuil de divergence. De même, la variation de l'écart de cours entre la monnaie la plus faible et la monnaie la plus forte, à l'intérieur de la bande étroite (sans la lire) s'est maintenue dans des limites restreintes:

jusqu'à fin août, elle ne s'est élargie que de 0,2% environ, pour atteindre 1,6% approximativement. Les indicateurs de divergence ainsi que les positions des monnaies entre elles ont toutefois subi quelques modifications parfois notables. On a particulièrement remarqué, à ce propos, l'amélioration du cours du florin néerlandais, ainsi que le raffermissement du franc belge suivi, à partir de la mi-août, d'un nouvel affaiblissement; le franc français a aussi, après une période de grande fermeté, perdu un peu de terrain fin août.

Si l'on considère ces monnaies isolément, on constate que le franc français a été presque constamment la plus forte. Il n'a dû céder la première place qu'en quelques occasions, et pour peu de temps, à la livre irlandaise. Vers la fin août, son cours s'est affaibli, essentiellement en liaison avec la détérioration de la balance commerciale française, l'accélération du rythme de l'inflation et un recul marqué de la demande commerciale de francs français.

Jusque vers la fin août, le deutsche mark a été constamment la monnaie la plus faible de la bande de 2,25%. Son indicateur de divergence s'est détérioré jusqu'aux premiers jours d'août et a atteint temporairement le niveau de 61%. A ce moment, son écart par rapport au franc français, la monnaie la plus forte dans la relation bilatérale, atteignait 1,95%. Le deutsche mark a également cédé du terrain par rapport à la plupart des autres monnaies du SME. Le recul continu de son cours a été dû principalement à la forte aggravation du déficit de la balance des paiements courants.

La couronne danoise s'est constamment tenue, pendant les mois sous revue, au milieu de la bande de fluctuation, son indicateur de divergence s'améliorant légèrement.

La position du florin néerlandais dans l'éventail des cours s'est modifiée à plusieurs reprises. Au sein de la grille des parités, il a oscillé sans cesse entre la 2e et la 3e place, pour s'élever ensuite, fin août, à la première place. La montée de son cours par rapport aux autres monnaies du système s'est traduite par un relèvement remarquable de son indicateur de divergence, qui est passé de 11% (début juillet) à 45% (milieu d'août). L'abaissement d'un demi-point à 9% par an du taux de l'escompte auquel la Nederlandsche Bank a procédé le 21 juillet, n'a exercé aucune influence négative sur le cours.



Inversement, le franc belge qui a continué d'être bien disposé jusque dans les premiers jours d'août, a non seulement perdu cette avance par la suite, mais a même reculé d'un rang dans la bande de fluctuations et pris, à la fin du mois, la dernière place, derrière le deutsche mark, des monnaies de la bande de 2,25%. Cet affaiblissement s'est reflété dans l'indicateur de divergence, dont le recul (35 points, pour se situer à 39 fin août) a été le plus marqué de toutes les monnaies du SME. Les difficultés internes d'ordre politique et social et l'alourdissement de la dette publique ont influencé défavorablement le cours de la devise belge. Celle-ci semble également avoir souffert des mouvements erratiques de certains taux d'intérêt directeurs à l'étranger.

La livre irlandaise a pu d'abord améliorer encore le rang qu'elle occupait en juillet au sein du système et passer à la deuxième place pendant la première quinzaine du mois d'août. A quelques reprises même, elle a momentanément ravi la première place au franc français. Puis, vers la fin du mois d'août, les premiers symptômes d'une tendance un peu plus faible se sont manifestés: A la fin du mois, la livre s'est retrouvée en fin de compte à la 3e place. Sa position la plus forte au sein du système a été enregistrée lorsque l'indicateur de divergence a atteint 44%, tandis qu'elle est passée par le point relativement le plus faible à la mi-juillet avec 5%.

La lire italienne a passagèrement fait preuve d'une tendance un peu plus ferme après la publication du programme économique d'urgence et aussi avec le redémarrage du trafic touristique vers l'Italie; dans la seconde quinzaine d'août, elle a toutefois subi de nouveau une pression due à la nouvelle spéculation à la dévaluation. La lire avait enregistré, en juillet, le repli le plus faible à l'égard du dollar, en dépit d'achats de dollars d'un montant appréciable. En août, en revanche, des ventes même substantielles de dollars n'ont pu empêcher une perte sensible de valeur par rapport à la devise américaine.

La livre sterling a enregistré d'importants gains en juillet et en août. La fermeté vraiment spectaculaire de la devise britannique, dont le cours contre dollar EU a culminé autour de \$2,40, est due à la conjonction d'une série de facteurs favorables, dont nous ne mentionnerons que les principaux: niveau élevé des taux d'intérêt, indépendance à l'égard des importations d'énergie, politique économique restrictive,

évolution favorable du commerce extérieur britannique (pour des raisons d'ordre conjoncturel actuellement) et découverte de nouveaux gisements de pétrole en Mer du Nord. Parmi toutes les monnaies européennes, la livre sterling a été la seule à s'apprécier par rapport au dollar EU pendant la période considérée; la variation de cours s'est élevée à 1,4%. Vis-à-vis de l'Ecu, la devise anglaise s'est sensiblement améliorée (de 2,7%).

Le franc suisse a subi, par rapport au dollar EU, un recul de 1,8%, et son évolution est donc allée généralement de pair avec celle des monnaies de la CEE.

C'est le yen japonais qui a dû supporter, en juillet, la plus forte baisse (- 4,2%) à l'égard du dollar EU. Il a enregistré un recul particulièrement marqué pendant la troisième semaine de ce mois, lorsque les pouvoirs publics japonais ont laissé entrevoir la perspective d'un abaissement imminent du taux d'escompte. Les discussions qui reviennent périodiquement sur une limitation des exportations d'automobiles ont certainement contribué, elles aussi, à désavantager le yen. En août, la devise japonaise a, toutefois, rattrapé dans une large mesure ses pertes antérieures, grâce surtout à la récente expansion des exportations du Japon ainsi qu'à des afflux de capitaux en provenance de pays arabes producteurs de pétrole.

La couronne norvégienne a été favorablement influencée par le paiement de taxes effectué par les compagnies pétrolières. C'est pourquoi, elle s'est moins dépréciée contre dollar EU en juillet que les autres monnaies les plus importantes; en août, elle a même réalisé un gain de tout juste 1%.

La couronne suédoise s'est montrée relativement stable en termes de taux de change effectif, grâce, il est vrai, à des cessions massives de dollars par la banque centrale et à d'importantes importations de capitaux.

Le cours du dollar canadien contre dollar EU s'est inscrit en léger recul en juillet et s'est raffermi par la suite, de sorte que la dépréciation globale se situait à 0,6% à la fin de la période sous revue.

## II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Dans l'ensemble, les interventions en dollars ont été peu importantes. En juillet, les banques centrales participant à la concertation ont effectué des achats nets de \$EU 1,5 milliard, contre \$EU 0,1 milliard en juin. Le montant brut des acquisitions s'est élevé à \$EU 3,7 milliards et celui des ventes à \$EU 2,2 milliards. Le plus gros acheteur a été la Banca d'Italia. La Sveriges Riksbank et la Banque du Canada ont, de leur côté, vendu des quantités appréciables de dollars.

En août, par contre, les cessions de dollars l'ont emporté; les ventes de dollars ayant atteint \$2,3 milliards et les achats \$1,8 milliard, il en est résulté des ventes nettes d'un montant de \$0,5 milliard. Les plus fortes ventes de dollars ont été celles de la Banca d'Italia et de la Sveriges Riksbank. Le plus gros acheteur de dollar a été la Norges Bank. La Bank of England a aussi acquis un montant limité de dollars sur le marché.

La Federal Reserve Bank of New York a effectué des opérations dans les deux sens aussi bien pour éviter des mouvements désordonnés du cours de change que pour reconstituer ses réserves.

## III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes ont revêtu un caractère plutôt marginal. En juillet, elles ont porté sur l'équivalent de près de \$EU 0,25 milliard, contre à peine \$EU 0,2 milliard en juin, résultant d'achats de deutsche marks par la France à l'intérieur de la marge et, pour un montant beaucoup plus réduit, d'achats de livres sterling par la Central Bank of Ireland.

En août, les interventions en monnaies du SME ont représenté à peine \$0,2 milliard. Elles ont toutes été effectuées à l'intérieur de la marge de 2,25%. Il s'est agi essentiellement, en août également, d'achats de deutsche marks effectués par la Banque de France. La Banque Nationale de Belgique a vendu des florins néerlandais, pour un montant plus modeste.

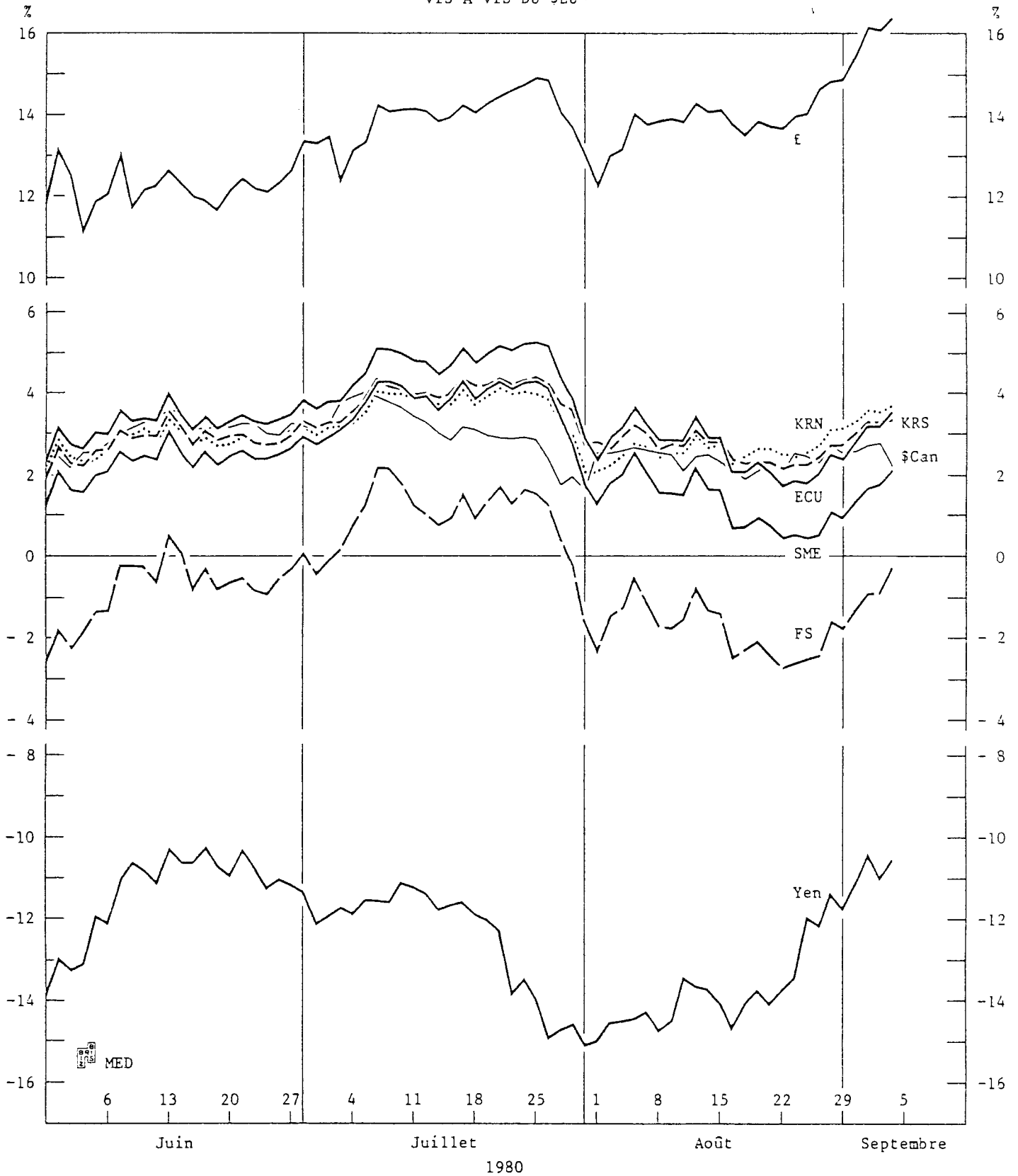
Pendant la première semaine de septembre également, les cours ont évolué de façon relativement calme. Le dollar EU s'est quelque peu affaibli contre toutes les monnaies, à la suite du léger recul des taux d'intérêt sur le marché de l'euro-dollar et sur le marché américain de l'argent au jour le jour. Les baisses de cours les plus remarquables ont été enregistrées par rapport au franc suisse, à la livre irlandaise et au franc belge.

La livre sterling s'est momentanément affaiblie lorsque les marchés ont anticipé un abaissement du taux minimal d'avances, mais elle a vite regagné le terrain perdu quand ils ont appris que le taux directeur serait maintenu inchangé à 16% par an. Le yen s'est apprécié de 0,41% vis-à-vis du dollar.

Au sein de la grille de parités du SME, on note un changement de position, tant entre la livre irlandaise et le franc français qu'entre le franc belge et le deutsche mark. La livre irlandaise a dépassé le franc français et occupé la deuxième place. Si le deutsche mark a tout d'abord pu encore accentuer l'amélioration de sa tendance - son indicateur de divergence s'est amélioré au point d'atteindre 37% de la divergence maximale à la baisse - vers la fin de la semaine il a subi un recul sensible et a cédé la 5e place au franc belge. L'écart entre la lire italienne et le florin, la monnaie la plus forte du système, a atteint, en définitive, presque 3,7%, alors qu'il s'était élevé à près de 3,45% le dernier jour ouvrable d'août.

Les interventions en dollars, au début de septembre, ont surtout consisté en ventes, effectuées principalement par la Suède, l'Italie et le Canada. Il n'y a pas eu d'achats notables de dollars. Aucune intervention en monnaies du SME n'a eu lieu.

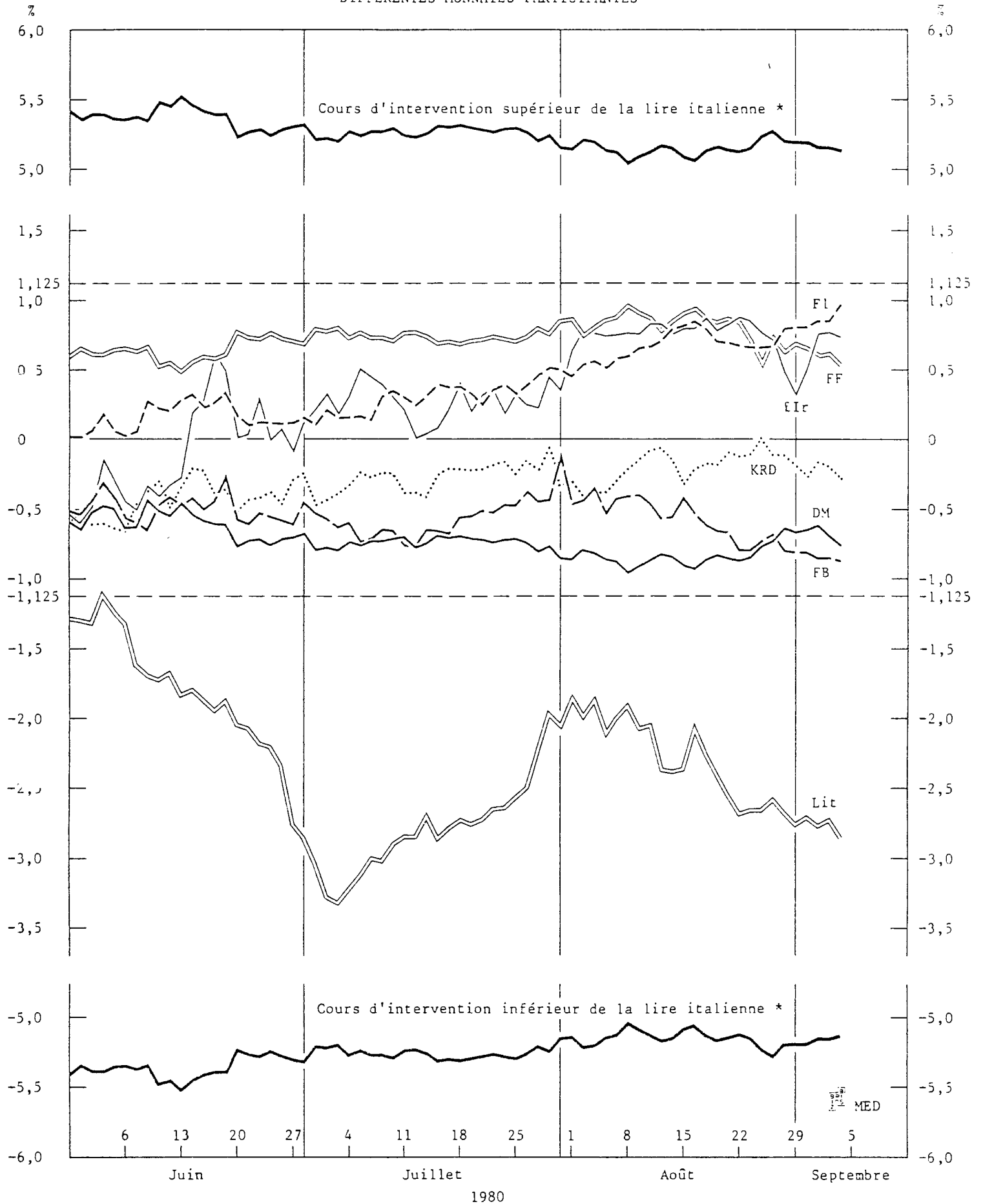
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME  
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA  
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978  
 VIS-A-VIS DU \$EU \*



\* 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.

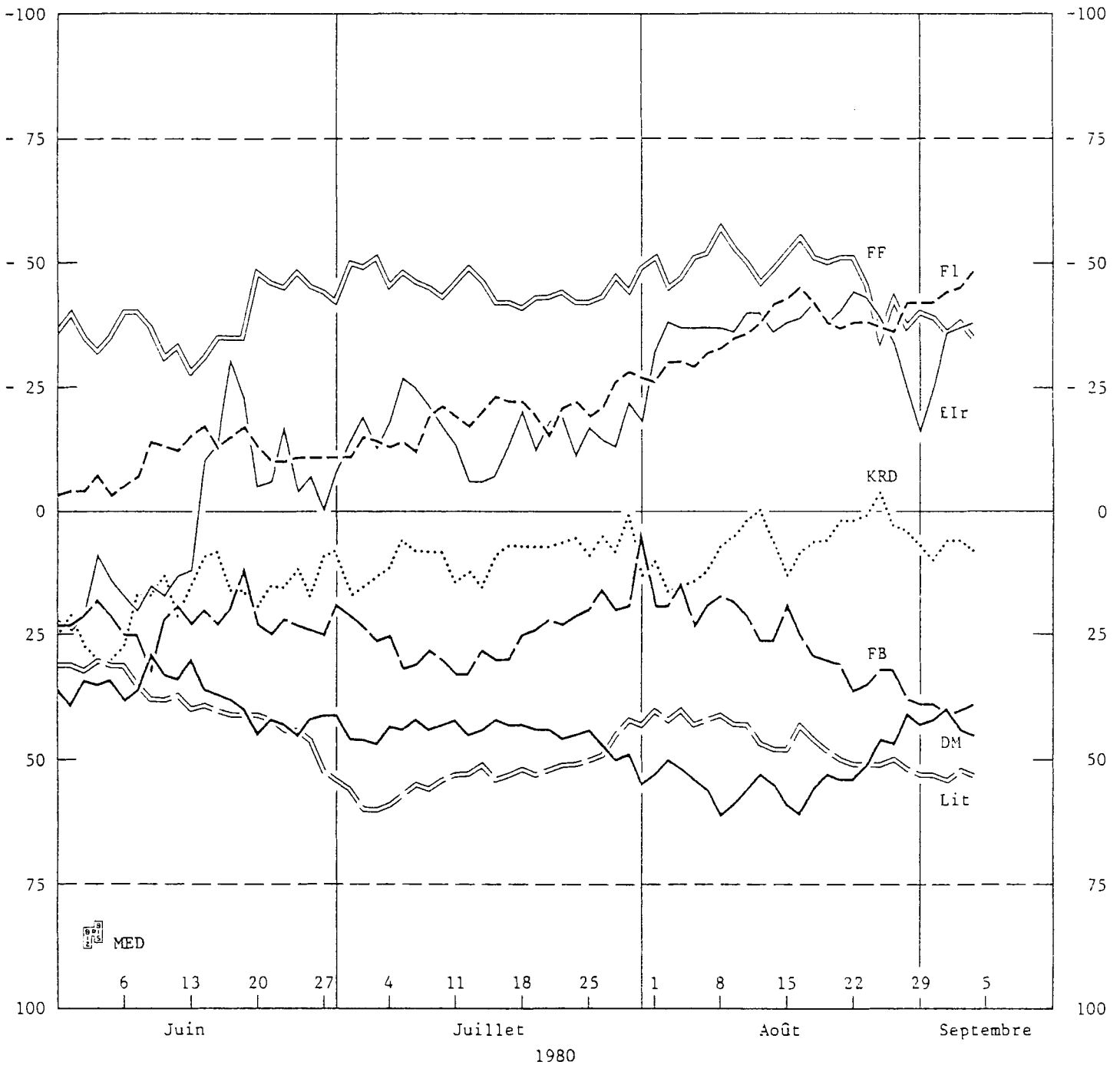
4 septembre 1980

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  $\pm 2,25\%$ .

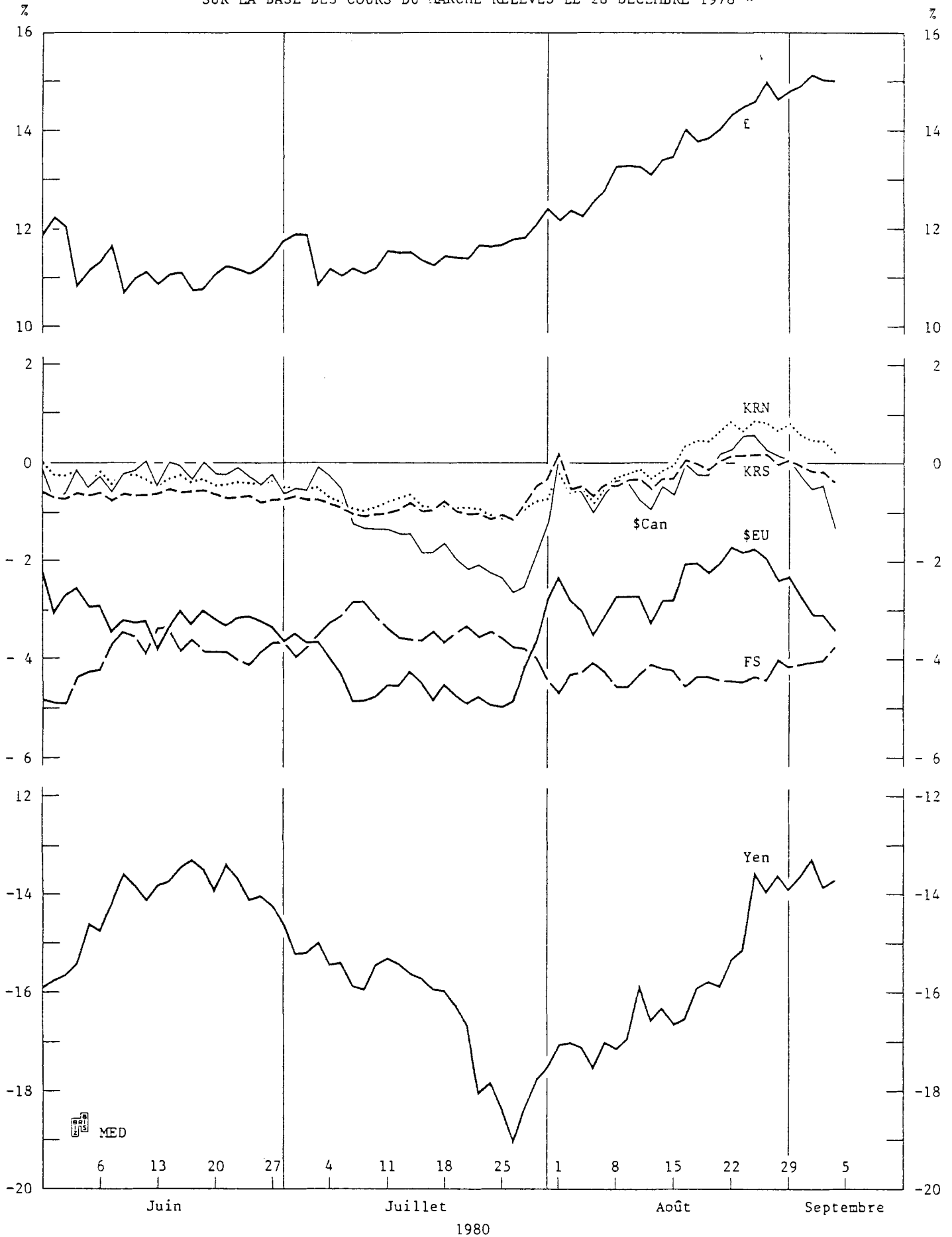
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* 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  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . 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.

4 septembre 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.