

PROCES-VERBAL *
DE LA CENT-CINQUANTE-DEUXIEME SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 FEVRIER 1981 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par MM. Mikkelsen et Dalgaard; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke et von Rosen; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Zolotas, accompagné par MM. Chalikias et Papageorgiou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; 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 Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Padoa-Schioppa, Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assiste en outre le Président du groupe d'experts, M. Heyvaert. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 151e séance

Le procès-verbal de la 151e séance, tenue le 13 janvier 1981, 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 10 mars 1981, et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de janvier 1981 et des premiers jours de février 1981: 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 (annexe 1). En outre, il indique que depuis la mi-janvier 1981 la Banque de Grèce participe à la concertation indirectement, à savoir par l'intermédiaire de la Banca d'Italia. Le raccordement de la Banque de Grèce aux réseaux téléphoniques spéciaux entre banques centrales devrait probablement avoir lieu en avril prochain.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé; il propose que, pour la discussion sur l'évolution des marchés des changes, le Comité prenne également en considération la courte note de couverture que le Secrétariat a préparée, en vue du point IV de l'ordre du jour, sur quelques développements récents en matière de balance des paiements courants.

M. Gleske indique que les mesures prises le 22 janvier 1981 par le Conseil de banque centrale de la Deutsche Bundesbank ont fait l'objet de fausses interprétations, qui d'ailleurs ont contribué à la faiblesse récente du deutsche mark. En fait, ces mesures, qui portaient sur une augmentation de 3 milliards de DM des plafonds de réescompte et une diminution de 3,7 milliards de DM des réserves obligatoires, ne visaient pas à fournir au marché monétaire des liquidités additionnelles, mais plutôt à compenser partiellement la ponction de liquidités d'un montant de 9,9 milliards de DM résultant du dénouement des opérations de pension sur titres venant à échéance début février. De nouvelles prises en pension n'ont été contractées que pour des montants très limités et à des taux d'intérêt plus élevés. De surcroît, depuis le vendredi 6 février, la Bundesbank a absorbé des liquidités au moyen de mises en pension de créances libellées en dollars. Ces opérations auront pour résultat de contraindre davantage le système bancaire allemand à s'endetter auprès de la banque centrale et, partant, d'entraîner une hausse des taux du marché monétaire. En même temps, la banque centrale allemande a cessé d'intervenir sur le marché des capitaux, contribuant ainsi à une hausse sensible des taux sur ce dernier.

La hausse des taux d'intérêt sur les marchés monétaire et des capitaux est liée à l'évolution de la balance des paiements courants et, à l'heure actuelle, il faut partir de l'hypothèse que la stabilisation du cours de change du DM requiert un niveau plus élevé des taux du marché. Le déficit en compte courant s'est certes réduit, au cours du dernier trimestre de 1980, comme le mentionne à juste titre la note établie par le Secrétariat, mais cette réduction a été due à des facteurs saisonniers. En termes désaisonnalisés, il a progressé au contraire de 7 milliards de DM durant le troisième trimestre à 8 milliards de DM pour le quatrième trimestre de 1980.

M. de Strycker met en relief la forte appréciation du dollar EU par rapport aux monnaies du SME qui, en l'espace d'un seul mois, a atteint environ 8%, tandis que les interventions en dollars effectuées par les banques centrales membres du mécanisme de change communautaire n'ont porté, à l'exception principale de celles de la Banca d'Italia, que sur des montants relativement limités. Il s'interroge sur les raisons pour lesquelles les banques centrales concernées se sont montrées aussi peu actives et il se demande si une action plus concertée au sein du SME pour tempérer cette forte hausse du dollar EU n'aurait pas été utile.

M. de la Genière indique qu'étant donné la position du franc français au sein du SME des ventes de dollars par la Banque de France n'auraient pas été appropriées, car une telle action aurait encore accentué les tensions dans la bande communautaire. Dans les conditions actuelles, il appartient donc plutôt aux banques centrales dont la monnaie est sous pression à la baisse dans le SME, de vendre des dollars. Mis à part ces considérations de nature technique, on peut avoir aussi certains doutes sur l'opportunité et l'efficacité d'une action concertée des banques centrales de la CEE et des autorités américaines tendant à freiner la hausse du dollar. En effet, à l'heure actuelle, tous les facteurs ayant un impact sur les cours de change semblent aller dans le sens d'un renforcement du dollar. Parmi ces facteurs, il faut mentionner les développements politiques et des facteurs techniques, notamment le différentiel de taux d'intérêt élevé entre les Etats-Unis et l'Europe. Pour combler ce différentiel, il faudrait procéder à des interventions énormes et insupportables. On peut donc dire qu'une politique d'intervention plus active serait vouée à l'échec tant que cette question du différentiel de taux d'intérêt n'est pas résolue, au moins partiellement; or, étant

donné qu'il est peu vraisemblable que les taux d'intérêt américains se détendent de manière sensible prochainement, cela impliquerait un relèvement des taux en Europe.

M. Gleske partage largement l'avis de M. de la Genière. La hausse du dollar en janvier a été due au différentiel de taux d'intérêt très élevé en faveur des Etats-Unis, les conditions du marché restant, dans l'ensemble, ordonnées. Dans ces conditions, il n'aurait pas été utile d'intervenir massivement sur les marchés des changes. Néanmoins, il faut mentionner que la Federal Reserve Bank of New York a acheté des deutsche marks pour des montants significatifs, bien que pour des raisons autres que le soutien de la monnaie allemande. Lorsque début février des fluctuations erratiques du cours du dollar se sont produites, la Bundesbank n'a pas hésité à accroître, en coopération avec la Federal Reserve Bank of New York, ses interventions sur le marché du dollar; ces interventions ont atteint des montants substantiels allant jusqu'à 500 millions de dollars en l'espace d'une seule journée.

M. Zolotas pense également que la hausse du dollar ne peut pas être freinée par des actions sur les marchés des changes. La vraie cause des flux des capitaux de l'Europe vers les Etats-Unis est l'existence du différentiel de taux d'intérêt très large; celui-ci résulte de la politique monétaire américaine qui repose exclusivement sur des considérations de lutte contre l'inflation et ne tient pas compte des implications pour le reste du monde. Une coordination des politiques monétaires est hautement souhaitable non seulement entre les pays de la CEE, mais à plus forte raison avec les Etats-Unis. En cas d'échec, il faut s'attendre à des problèmes sérieux sur les marchés financiers et en matière de taux d'inflation, problèmes qui pourraient être à l'origine d'une crise grave sur le plan mondial.

M. Sarcinelli marque son accord sur la constatation faite par M. de la Genière, selon laquelle des ventes de dollars par les banques centrales dont la monnaie est forte au sein du mécanisme de change du SME, aurait encore accentué les tensions dans le mécanisme de change communautaire. Dans ces conditions, une meilleure coordination aurait été possible si les monnaies principales du SME au lieu d'être en opposition s'étaient situées autour de la ligne zéro. Il est vrai que la hausse du dollar est, en particulier, due à certaines attentes concernant l'administration du Président Reagan, au différentiel de taux d'intérêt, et aussi à la situation favorable des paiements courants. Néanmoins, certaines mesures pourraient être envisagées dans le domaine des interventions;

à cet égard, M. Sarcinelli rappelle sa proposition faite lors de la séance de janvier, d'examiner des mécanismes dans le cadre desquels au cas où la dépréciation du DM vis-à-vis du dollar serait considérée comme excessive par rapport aux tendances fondamentales, les pays partenaires pourraient accumuler des deutsche marks (au lieu de dollars) en montants appropriés et convenus mutuellement. Cette proposition mériterait au moins quelques réflexions. Comme la Banca d'Italia a vendu des dollars pour des montants substantiels dans une période de renforcement du dollar vis-à-vis de l'ensemble du SME et comme la lire est la monnaie la plus faible du système, son comportement sur le marché des changes est resté en ligne avec les objectifs d'une approche commune vers la monnaie américaine.

Au sujet des indications données dans la note du Secrétariat, M. Sarcinelli fait remarquer que les chiffres les plus récents qui remontent cependant au troisième trimestre 1980 ne font pas encore ressortir d'amélioration de la balance des paiements courants; en effet, sur une base désaisonnalisée, le déficit en compte courant s'est accru de 1.900 milliards de lires au cours du premier trimestre à 2.400 milliards pour le deuxième et à 4.000 milliards pour le troisième trimestre.

La balance commerciale a évolué durant la même période de manière assez comparable, les déficits se chiffrant respectivement à 4.065, 4.600 et 6.400 milliards de lires pour les trois premiers trimestres de 1980.

Tenant compte de cette évolution de la balance des paiements, le Gouverneur Ciampi, en concertation avec le Ministre du Trésor, a décidé de resserrer le contrôle du crédit. Les plafonds de crédit ont été étendus aux concours bancaires à montant limité (qui étaient exemptés antérieurement) et aux crédits bancaires en devises (à l'exception des crédits à l'exportation). Ces mesures n'impliquent pas un infléchissement de l'objectif monétaire qui reste formulé en termes de balance des paiements globaux. La réalisation de cet objectif requiert cependant le contrôle plus étroit de l'expansion du crédit interne. La banque centrale ne peut certes pas contrôler toutes les composantes du crédit interne mais, grâce aux mesures prises récemment par la Banca d'Italia, la proportion non contrôlée a été ramenée de quelque 50% à 10%.

Le Président rappelle que M. Volcker a fait, le lundi dans le cadre du Groupe des Dix, un exposé très clair sur la position de la "Federal" en matière de politique monétaire. Cette position s'explique également par le fait (non mentionné par M. Volcker) que l'orientation de la politique

budgétaire doit encore être précisée. D'autres Gouverneurs ont mentionné les facteurs d'ordre politique et le facteur balance des paiements courants qui jouent actuellement un rôle important dans les relations de change entre les Etats-Unis et l'Europe.

M. de Strycker rappelle que, lors des discussions des Gouverneurs du lundi auxquelles le Président vient de se référer, une autre observation a également été faite; même si elle n'est pas partagée par tous, elle mériterait d'être étudiée par le Comité des Gouverneurs, éventuellement après une préparation par les Suppléants ou par un groupe d'experts. Il s'agit du fait que les autorités américaines partent d'une espèce de "dogme", suivant lequel la lutte contre l'inflation ne doit et ne peut pratiquement que prendre la forme d'une politique de restriction de la croissance monétaire. Or, aucune démonstration n'a été faite que la croissance monétaire actuelle aux Etats-Unis est excessive et responsable de la hausse des prix; cette dernière est plutôt due à d'autres facteurs que ceux d'ordre monétaire et, dans ces conditions, on peut s'interroger sur le bien-fondé de la politique monétaire américaine; du fait que cette politique entraîne des répercussions sérieuses sur la situation en Europe et risque d'y aggraver la récession, il conviendrait que les Gouverneurs attachent plus d'attention à ce problème.

M. Zijlstra pense que le problème évoqué par M. de Strycker touche aux questions fondamentales et très vastes de la signification et de l'efficacité de la politique monétaire et des instruments de celle-ci. Un examen approfondi de ces questions nécessiterait un travail préparatoire par les Suppléants ou par un groupe d'experts, par exemple le groupe "harmonisation des instruments de la politique monétaire".

M. de la Genière est également d'avis qu'il n'est pas possible d'improviser sur la question mentionnée par M. de Strycker; en revanche, la constatation que les pays européens n'ont pas beaucoup de moyens pour influencer la situation actuelle, ne devrait pas masquer la gravité de cette situation qui risque de devenir cumulative. Par conséquent, il ne faut pas retarder un examen approfondi de ce problème. Toutefois, avant de donner un mandat à un groupe de travail, il serait utile d'avoir, lors de la prochaine séance, un échange de vues préliminaire, peut-être sur la base d'une note de M. Lamfalussy, en vue de délimiter les problèmes à étudier.

M. Pöhl, d'une part, partage l'avis exprimé par MM. Zijlstra et de la Genière, d'autre part, marque sa compréhension à l'égard du souci manifesté par M. de Strycker à propos de lutter contre l'inflation exclusivement au moyen de la politique monétaire et de centrer cette dernière autour d'une seule grandeur statistique. En effet, il serait vain de croire que la politique monétaire puisse réussir sans qu'il y ait de soutien de la part d'autres politiques, notamment la politique budgétaire. Néanmoins, étant donné la gravité de l'inflation aux Etats-Unis, les autorités monétaires américaines ne devraient guère avoir d'autre choix que de maintenir l'orientation actuelle de leur politique. Certaines réserves pourraient être formulées à l'égard de la technique appliquée qui implique de fortes fluctuations des taux d'intérêt à court terme, bien qu'il soit à noter que les taux à long terme, par exemple le rendement des obligations d'Etat, sont relativement peu élevés, notamment en comparaison avec le taux d'inflation. En conclusion, il serait erroné de recommander aux autorités américaines une autre orientation de la politique monétaire, car un relachement de cette dernière n'aurait des effets bénéfiques pour les pays européens qu'à court terme, tandis qu'à plus long terme une accélération de l'inflation aux Etats-Unis ne pourrait qu'avoir des répercussions néfastes sur le plan mondial. Dans ces conditions, il faut espérer qu'on assistera bientôt à une décélération de la hausse des prix aux Etats-Unis et, partant, une réduction des taux d'intérêt. Les intentions des autorités américaines en matière de politiques budgétaire et fiscale soulèvent cependant quelques doutes à l'égard du bien-fondé de cet espoir.

M. Ciampi fait remarquer que M. de Strycker a soulevé un problème très important. Il est d'accord avec M. Zijlstra que ce problème ne peut pas être traité lors de la présente séance, mais il est clair que le problème d'une meilleure coordination des politiques d'interventions nécessite une discussion approfondie qui devrait avoir lieu lors de la prochaine séance sur la base d'un travail préparatoire.

M. Zolotas met en relief le fait que, par le mécanisme de change communautaire, les pays membres du SME sont forcés de coordonner leurs politiques monétaire et de change tandis que le dollar, qui joue sur le plan international le rôle de numéraire, de moyen de règlement et d'actif

de réserve, flotte. L'étude à entreprendre dans le cadre du Comité des Gouverneurs devrait traiter notamment des possibilités d'une meilleure coordination entre les Etats-Unis et le SME et élaborer des options concrètes susceptibles de convaincre les autorités américaines.

M. Ortoli est d'accord pour dire que tous les facteurs, aussi bien de nature économique que d'ordre politique, vont dans le sens d'un renforcement du dollar. Il est clair, en outre, que personne ne pense à abandonner la lutte contre l'inflation. A cet égard, il est cependant à noter que c'est également dans différents pays communautaires que la politique budgétaire constitue encore une menace pour la stabilité interne et externe.

Tout en marquant sa compréhension à l'égard des intentions de la politique monétaire américaine, M. Ortoli ne pense pas que l'on puisse partir de l'hypothèse que la technique appliquée par les autorités américaines est la plus appropriée. De ce fait, il se félicite de l'initiative de faire étudier, sur la base d'un travail préparatoire de M. Lamfalussy, la question de savoir si la technique actuelle est la meilleure, aussi bien pour les Etats-Unis que pour les partenaires de ceux-ci. Même si les moyens d'action des pays européens sont limités, ceux-ci ne devraient pas renoncer à se faire une opinion sur la politique monétaire américaine et à présenter leurs vues dans les différents comités internationaux, par exemple le Groupe des Dix ou le Groupe de Travail No 3. Cette tentative correspondrait également aux préoccupations des Ministres des Finances qui devraient discuter, lors de leur session de février, des développements en matière de politique économique aux Etats-Unis.

A une question posée par M. Pöhl au sujet du niveau des taux d'intérêt américains que M. Ortoli juge trop élevés, celui-ci répond que les facteurs proprement économiques pourraient semble-t-il justifier des taux d'intérêt quelque peu plus bas qu'actuellement et qu'en outre les facteurs favorables au dollar sont à l'heure actuelle suffisants pour ne pas être renforcés par des taux d'intérêt élevés. D'une manière plus générale, par suite du niveau élevé des taux d'intérêt et de la juxtaposition des états des balances des paiements, les différentiels de taux d'inflation se retournent actuellement contre les pays qui connaissent les taux d'inflation les moins élevés.

M. Pöhl reconnaît que la situation actuelle présente certains inconvénients pour les pays européens; néanmoins, il ne serait pas possible de recommander aux autorités américaines de baisser les taux d'intérêt avant que celles-ci aient réussi à freiner la hausse des prix qui constitue le vrai problème. Ainsi qu'il a été déjà mentionné, les taux d'intérêt américains à long terme ne sont pas particulièrement élevés par rapport aux taux d'inflation; le rendement réel sur les obligations d'Etat est par exemple pratiquement égal à zéro.

M. Zijlstra rappelle que certains éléments de la question en discussion ont déjà été traités dans les rapports du groupe "politiques monétaires" sous la présidence de M. Bastiaanse (par exemple, les considérations dans le Rapport No 17, sur le dosage des politiques monétaire et budgétaire) et dans le troisième rapport du groupe "harmonisation des instruments de politique monétaire"; l'examen de ces éléments a fait ressortir l'existence de divergences de vues entre les autorités monétaires européennes sur la signification et l'efficacité des politiques monétaires et, avant d'envisager des recommandations à adresser aux Etats-Unis, il serait nécessaire d'aboutir tout d'abord, entre les pays communautaires, à des vues plus convergentes en la matière.

M. de Strycker précise qu'il ne propose pas une étude théorique à l'instar de celles faites par les groupes d'experts; il songe plutôt à un examen très concret et pratique de la politique monétaire poursuivie actuellement par les Etats-Unis en présence de la situation économique américaine et mondiale et du type d'inflation observé aux Etats-Unis. En outre, l'étude ne devrait pas partir a priori de l'hypothèse qu'il existe un lien direct entre la croissance monétaire et le taux d'inflation et entre celui-ci et le niveau des taux d'intérêt. Par exemple, il n'est pas certain, en se référant à la situation actuelle, qu'un taux d'inflation de 13% nécessite un taux d'intérêt de 20%; l'inflation actuelle pourrait être "traitée" avec des taux d'intérêt quelque peu moins élevés.

M. Richardson pense que, malgré le souhait de M. de Strycker d'une discussion concrète, l'étude envisagée devrait nécessairement revêtir un caractère théorique si elle traite également de la question de l'existence ou non d'un lien entre la croissance monétaire et l'inflation, question à laquelle M. de Strycker a fait allusion quand il a parlé du dogme de la politique monétaire américaine. Il est difficile de voir

comment une étude faite dans le cadre du Comité des Gouverneurs pourrait changer l'avis des autorités monétaires quant aux moyens les plus appropriés de la lutte contre l'inflation. Il serait donc plus utile de limiter la portée de l'étude en analysant les interactions entre la politique monétaire appliquée par les Etats-Unis et celles en vigueur dans les autres blocs monétaires et d'explorer les possibilités d'une coordination de ces politiques. On pourrait aussi ajouter la question du caractère approprié des instruments et des méthodes en application ainsi que celle des possibilités d'améliorer, voire d'harmoniser, ces instruments ou méthodes. Il serait cependant extrêmement difficile de vouloir réfuter la conviction fondée sur des études approfondies et sur certaines expériences, que la politique monétaire joue un rôle crucial dans la lutte contre l'inflation.

M. Zijlstra pense que l'étude à entreprendre dans le cadre du Comité des Gouverneurs devrait partir de la conviction commune qu'une politique monétaire efficace est une condition nécessaire, bien que pas suffisante, de la lutte contre l'inflation. Il est d'accord avec M. de Strycker pour dire que l'examen devrait revêtir un caractère pratique, mais il attire l'attention du Comité sur le fait que cet examen doit nécessairement porter, pour une bonne partie, sur les méthodes de la politique monétaire. M. Pöhl a mis en relief, à juste titre, le fait que les taux d'intérêt américains à long terme ne sont pas particulièrement élevés; l'élément déstabilisateur principal consiste plutôt dans le fait que les taux à court terme sont à la fois très élevés par rapport à ceux du marché des capitaux et extrêmement volatiles.

Ce phénomène est dû à la technique particulière utilisée par les autorités américaines mais l'examen d'approches techniques alternatives pourrait peut-être faire apparaître que les Etats-Unis ne disposent pas, dans leur large économie, de meilleurs instruments que de celui qu'ils appliquent actuellement. En tout état de cause, le pire serait de voir les Etats-Unis perdre le contrôle de l'inflation.

Le Président rappelle que, dans la mesure où la politique monétaire joue un rôle prépondérant dans la lutte contre l'inflation, les taux d'intérêt doivent nécessairement être plus élevés dans les pays où le rythme d'inflation est rapide que dans ceux à taux d'inflation modéré. Ce fait a des conséquences inévitables pour les flux de capitaux à court terme.

M. de Strycker indique qu'il ne remet pas en cause la politique monétaire en tant que telle. La politique monétaire doit cependant être conduite de manière flexible et pragmatique; elle doit être adaptée aux circonstances et ne pas être dogmatique. Dans le cas américain, il faudrait examiner l'état de l'économie du pays, les causes de l'inflation (est-ce que l'inflation a pour origine un excès de demande qui dépasse la capacité de l'économie américaine, voire celle de l'économie mondiale, et est-ce que l'excès de demande est à son tour dû à un rythme trop rapide de la création monétaire?) et les instruments appropriés pour maintenir l'expansion monétaire et de crédit. Ces questions ainsi que celle des conséquences d'une politique monétaire moins restrictive aux Etats-Unis devraient être traitées dans l'étude de M. Lamfalussy.

M. Hoffmeyer pense, comme M. Zijlstra, que l'étude à entreprendre devrait traiter en particulier des problèmes relatifs à la technique de politique monétaire. Il propose donc que le document se divise en deux parties, à savoir:

- description du fonctionnement technique de la politique monétaire américaine,
- possibilités d'éviter les conséquences néfastes de cette politique pour les partenaires des Etats-Unis.

En revanche, il semble vain de vouloir discuter les objectifs fondamentaux de la politique monétaire des Etats-Unis.

M. Lamfalussy indique qu'il ne sera pas facile de traiter de manière brève les deux séries de questions, extrêmement complexes et étroitement interconnectées, à savoir le mécanisme de transmission de la politique monétaire sur le niveau des prix et les techniques opérationnelles de la politique monétaire. De surplus, le cadre institutionnel de la politique monétaire aux Etats-Unis est très différent de celui des pays européens. D'autre part, M. Lamfalussy signale qu'il est en train de rédiger une note d'environ 50 pages qui touche également aux questions évoquées par les Gouverneurs et qui sera publiée ultérieurement; il est prêt à la mettre à la disposition du Comité vers la fin de février.

M. de la Genière se félicite de l'intention de M. Lamfalussy; il précise que ce qui l'intéresse dans la politique monétaire américaine ce sont essentiellement ses répercussions à court terme sur la situation

des pays européens, sur le plan de la croissance réelle, de l'inflation et des balances des paiements. Ces répercussions devraient être examinées en partant de l'hypothèse probable que durant les prochains mois la politique monétaire aux Etats-Unis ne sera pas modifiée. En outre, il faudrait explorer les possibilités d'atténuer les conséquences de cette politique pour les pays européens.

Le Président clôture la discussion en confirmant que le Comité procédera, lors de sa prochaine séance, à l'examen des problèmes liés à la politique et à la gestion monétaire aux Etats-Unis. Le Comité se félicite de pouvoir disposer, à cette fin, de la note annoncée par M. Lamfalussy.

III. Considération d'un nouveau mandat du groupe "Harmonisation des instruments de la politique monétaire"

Le Président rappelle que le Comité monétaire est en train de considérer un projet de mandat à l'intention du groupe sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire présidé par M. Kjaer. Un premier projet de mandat n'a pas été retenu par le Comité monétaire lors de sa séance de janvier; une version révisée a été ensuite transmise à tous les membres de ce Comité pour adoption par procédure écrite. Cette deuxième version a fait l'objet de certaines observations, qui ont été incorporées dans le texte remis aux Gouverneurs. Ce dernier texte devrait être adopté par le Comité monétaire au moyen d'une procédure écrite, qui expire le 11 février 1981.

Le Président invite M. Loehnis à rendre compte des délibérations que les Suppléants ont eues au sujet du projet de mandat dans sa version actuelle.

M. Loehnis indique que les Suppléants ont d'abord relevé le fait que le groupe sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire dépend à la fois du Comité monétaire et du Comité des Gouverneurs. Il serait donc utile de faire référence à ce fait en ajoutant dans le paragraphe liminaire après "est invité par le Comité monétaire" les termes "en accord avec le Comité des Gouverneurs".

En ce qui concerne le fond du mandat, celui-ci a fait l'objet de plusieurs réserves de la part des Suppléants, en dépit du fait que les banques centrales sont représentées également au Comité monétaire. La première réserve principale concerne l'ampleur des problèmes à étudier, ampleur qui est excessive et qui devrait rendre difficile pour le groupe la présentation d'un rapport dans un laps de temps raisonnable. Une deuxième réserve, plus spécifique, a été adressée à la première phrase du troisième tiret, à savoir: "élaboration et analyse, sur la base de séries chronologiques, d'indicateurs du cours des politiques monétaires au sein de la Communauté et du SME, qui permettent de discerner les sources de tensions dans le système." En effet, selon certains Suppléants, cette phrase est susceptible de suggérer qu'il est possible d'établir des indicateurs automatiques permettant de comparer les orientations des différentes politiques monétaires entre elles, alors qu'il est clair que d'autres facteurs doivent être considérés avant qu'on puisse tirer des conclusions valables.

Le représentant de la Commission, M. Padoa-Schioppa a indiqué que, dans le passé, certains mandats donnés au groupe ont émané uniquement du Comité des Gouverneurs; il serait donc normal que le Comité monétaire puisse en faire autant. Les Suppléants sont d'avis cependant qu'à l'avenir les deux Comités parents se prononcent conjointement sur les mandats à donner au groupe d'experts sur l'"Harmonisation des instruments de la politique monétaire".

Dans ces conditions, les Suppléants n'ont pas considéré opportun de proposer des amendements au texte du mandat. Ils ont cependant estimé utile:

- que les remarques qu'ils ont formulées lors de leur séance soient, après confirmation par les Gouverneurs, prises en considération par la Commission,
- que les représentants des banques centrales au Comité monétaire marquent le souhait que le travail du groupe soit centré autour d'un seul des différents éléments du mandat.

Enfin, il a été pris note du fait que les membres du Comité monétaire pourront encore formuler par écrit des remarques d'ici le 11 février 1981.

Le Président estime également important que les mandats confiés au groupe d'experts sur l'"Harmonisation des instruments de la politique monétaire" soient donnés non seulement par le Comité monétaire, mais aussi par le Comité des Gouverneurs, ne serait-ce que pour s'assurer que le travail incombant aux experts des banques centrales soit réparti de manière raisonnable entre les différentes études en cours ou à entreprendre. Il propose que le Comité approuve le mandat dans son texte actuel étant entendu que le groupe centrera ses travaux d'abord sur les questions mentionnées dans un des trois tirets, de préférence celles du deuxième turet, en vue de présenter un rapport en automne. Les deux Comités parents décideraient ultérieurement sur la suite des études du groupe.

M. de Strycker est d'accord avec la proposition faite par le Président, bien qu'il ait des réserves à l'égard du mandat. En effet, le rapport entre les politiques monétaires et les taux de change a déjà été traité dans les deux derniers rapports du groupe d'experts et la tentative de vouloir établir des indicateurs pour comparer les orientations des politiques monétaires, appelle des réserves formelles. Malgré ces réserves, M. de Strycker est d'accord pour que le mandat soit approuvé par le Comité des Gouverneurs dans les termes proposés en invitant le groupe d'experts à voir soigneusement comment les différentes questions pourront être étudiées.

Le Comité approuve la proposition faite par le Président; toutefois, M. Ortoli indique qu'il interprète la décision du Comité dans le sens que le groupe d'experts doit donner priorité aux questions évoquées dans le deuxième turet pour ensuite couvrir les autres questions exposées dans le texte du mandat.

Le Président souligne que, tel que le mandat est formulé, l'étude de toutes les questions impliqueraient un volume de travail immense, susceptible de dépasser les capacités que les banques centrales peuvent y consacrer.

M. Ortoli indique que les services de la Commission informeront le Comité monétaire de la décision des Gouverneurs.

IV. Analyse de la Série mensuelle de statistiques

Ce point a été couvert par la discussion du point II de l'ordre du jour.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Echange de vues sur le programme de travail du Comité pour les mois prochains

Le Président présente et commente le projet de programme de travail du Comité pour les mois prochains, récapitulé dans le tableau qui figure sous l'annexe 2 au présent procès-verbal. Il précise que le programme de travail ne revêt pas un caractère rigide et peut être complété au gré des Gouverneurs.

En ce qui concerne les points 1, 2, 5 et 6 du programme de travail, le Président fait les commentaires suivants:

1. Phase institutionnelle du SME:

Les travaux des Suppléants sont en cours et le rapport de ceux-ci devrait être disponible pour la séance de mai.

2. Politique commune à l'égard du dollar EU:

La date de juillet s'inspire de la décision prise par le Comité de procéder, deux fois par an, à l'appréciation qualitative du comportement de la devise américaine; il est cependant clair que, le cas échéant, ce sujet pourra être discuté sans attendre cette date, en liaison avec le débat mensuel sur l'évolution des marchés des changes.

5. Questions de caractère plus général

Selon les indications données par la présidence néerlandaise, la réunion informelle des Ministres des Finances de la CEE et éventuellement des Gouverneurs des banques centrales, début avril 1981, devrait être consacrée essentiellement à la réunion du Comité intérimaire de fin mai à Libreville; si les Gouverneurs l'estiment nécessaire une discussion en vue de la réunion informelle pourrait avoir lieu en mars. L'examen du financement des balances des paiements et ajustements (point 5, b) répondrait au souhait formulé par M. Zijlstra en décembre 1980 et pourrait être préparé par le "groupe Raymond".

6. Divers:

Si les Gouverneurs l'estimaient utile, la question des règles de nomination du Président du Comité pourrait faire l'objet d'un échange de vues informel entre Gouverneurs avant d'être traitée par le Comité des Suppléants.

Le Président clôture son exposé en disant qu'un autre sujet important à traiter par le Comité pourrait être la situation en Pologne.

- Répartition des frais du Secrétariat du Comité de l'année 1980

Le Président rappelle que le Secrétariat a remis, avant la séance, à tous les Gouverneurs une note traitant à la fois des frais du Secrétariat du Comité des Gouverneurs et de ceux du Secrétariat du Conseil d'administration du FECOM et de l'Agent pour l'année 1980.

M. Morelli met en relief que le total général des frais encourus en 1980 a été en diminution de 50.000 francs suisses par rapport à 1979. Cette diminution concerne essentiellement les dépenses d'interprétation (effet du nombre plus réduit des réunions de groupes d'experts) et, à un degré moindre, celles des déplacements; elle tient aussi à l'absence, l'an dernier, des frais exceptionnels qu'avait entraînés en 1979 la publication de la brochure sur les textes relatifs au Système monétaire européen. Cette baisse n'a été que partiellement compensée par l'augmentation des dépenses de personnel et de fournitures.

M. Pöhl indique qu'il n'a pu lire ladite note du Secrétariat et souhaite que le Comité reporte la décision à ce sujet à la prochaine séance; ce souhait est suivi par le Comité.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité des Gouverneurs aura lieu à Bâle le mardi 10 mars 1981 à 10 heures.

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

JANVIER 1981

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation* ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de janvier 1981 et les premiers jours de février 1981.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

On peut caractériser comme suit l'évolution des marchés des changes en janvier:

appréciation persistante et vigoureuse du dollar EU, de la livre sterling et du yen japonais à l'égard des monnaies du système monétaire européen. Par rapport au franc français, monnaie la plus forte du SME, les trois monnaies précitées se sont appréciées respectivement d'environ 8,0%, 7,9% et 6,2%.

Ces mouvements ont été dus principalement aux niveaux élevés des taux d'intérêt aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ainsi qu'à l'évolution favorable des balances des paiements courants de ces deux pays; l'appréciation du yen semblerait due en partie à la tendance à l'amélioration observée dans la balance japonaise des paiements courants, ce qui a également incité les capitaux à se diriger vers le yen.

* Banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Suisse, du Japon, du Canada et des Etats-Unis. A la suite de l'adhésion de la Grèce à la CEE, le 1er janvier 1981, la Banque de Grèce participe désormais à la concertation.

Au sein du système monétaire européen l'écart entre les monnaies en opposition ne s'est guère modifié: il est resté égal ou seulement légèrement inférieur à 2,25% dans la bande à marge étroite et a varié de 3,5 à 4% pour la lire italienne. Durant la dernière semaine de janvier, le deutsche mark et le franc belge ont dû faire l'objet d'interventions au cours limite du franc français.

Au début de janvier, le cours du dollar EU a fléchi contre toutes les monnaies en raison d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt en dollars. Le 5 janvier, en particulier, lorsqu'une banque américaine a ramené son taux de base de 21,5% à 20%, le dollar s'est notablement affaibli.

Pendant les semaines qui suivirent, les taux d'intérêt se sont en général stabilisés et les attentes que la politique monétaire américaine resterait ferme se sont renforcées, ce qui a entraîné un sensible redressement du dollar. Cette évolution s'est toutefois accompagnée de fortes variations de ses cours de change, par suite de l'incertitude causée par les fluctuations des taux d'intérêt et, ultérieurement, par les risques de répercussions, sur les marchés des capitaux, du déblocage des dépôts iraniens.

Après la libération des otages américains le 20 janvier et lorsqu'il s'est avéré que le déblocage des dépôts ne perturbait pas les marchés, on a constaté un renversement d'opinion. Ce changement s'est accentué lors de l'annonce, une semaine plus tard, par la nouvelle Administration du Président Reagan, de certaines mesures de politique générale, notamment une levée des contrôles des prix du pétrole. Dans ces conditions, une nouvelle chute des taux d'intérêt aux Etats-Unis n'eut aucun effet sur les cours du dollar. La Federal Reserve Bank of New York procéda régulièrement à des interventions en achetant principalement des deutsche marks.

Au sein du système monétaire européen, le franc belge est resté presque constamment à la dernière place, tandis que le franc français conservait sa position en tête. La couronne danoise et le deutsche mark ont fait preuve d'une tendance plus faible. La première de ces deux monnaies est descendue au milieu de la bande, tandis que la seconde rejoignait le franc belge au bas de celle-ci dans la dernière semaine de janvier. Les positions du florin néerlandais, de la lire italienne ont, dans l'ensemble, peu varié, celle de la livre irlandaise s'est améliorée. En raison de

ces mouvements, l'indicateur du franc français a, très passagèrement, atteint le seuil de divergence 75, tandis que celui du deutsche mark montait à 66.

Durant la majeure partie du mois, la position du deutsche mark au sein du SME est demeurée stable. Le 22 janvier, la Deutsche Bundesbank, a annoncé qu'avec effet au 1er février les réserves minimum seraient réduites d'environ DM 3,5 milliards, et que les contingents de réescompte seraient augmentés de DM 3 milliards. Ces mesures devront permettre au système bancaire de rembourser en partie ses obligations découlant des prises en pension de titres échéant début février. Pendant la dernière semaine du mois, toutefois, le mark a subi des pressions. Cette faiblesse a été provoquée par la vive hausse du cours du dollar et l'inquiétude suscitée par les tendances qui se dégagent des statistiques allemandes concernant la croissance, la balance des paiements et le niveau des prix. A la fin de janvier, le dollar cotait à Francfort DM 2,1167, niveau inégalé depuis mai 1978. La Bundesbank a vendu des dollars, principalement pour le compte de la Federal Reserve, tandis que des francs français ont dû être cédés à la limite.

En janvier, le franc belge est demeuré faible en l'absence de tout signe d'amélioration des différents facteurs qui conditionnent la situation économique et en raison de la montée de l'agitation sur le marché du travail.

Le florin néerlandais n'a guère varié et s'est maintenu à proximité du sommet de la bande du SME. La publication d'une lettre, adressée au Ministre des Finances par la Nederlandsche Bank et pressant le gouvernement de réduire le niveau élevé de création de liquidités dû à la tendance ascendante du déficit budgétaire, n'a eu aucun retentissement sur le cours du florin.

La Central Bank of Ireland a enrayé les fluctuations de la livre irlandaise, lorsqu'elles étaient excessives, au moyen d'interventions en dollars.

La lire italienne a évolué assez calmement, la Banca d'Italia vendant des dollars lorsque la monnaie fléchissait.

La livre sterling a été très soutenue en janvier, grâce en partie au niveau toujours relativement élevé des taux d'intérêt au Royaume-Uni.

En outre, la balance des paiements courants poursuit une évolution favorable et le rythme de l'inflation se ralentit. Au cours du mois sous revue, la livre a été la seule monnaie européenne à ne pas s'être dépréciée contre le dollar. Sur le marché européen, la livre a enregistré une appréciation substantielle de quelque 8%, se hissant ainsi à des niveaux qu'elle n'avait jamais atteints durant les cinq dernières années. Son cours de change effectif est passé de 78,6 à 81,4.

La drachme grecque* s'est maintenue à un niveau relativement stable durant le mois de janvier, l'indice de son cours de change effectif ne fléchissant que de 0,3% par rapport à décembre. Cette évolution a été due probablement à des règlements pétroliers inférieurs aux prévisions et au produit de tirages effectués sur des emprunts à l'étranger conclus antérieurement. Durant les derniers jours de janvier et la première semaine de février, la baisse de la valeur de la drachme s'est accentuée sous l'effet à la fois de la montée du dollar et de la publication des statistiques de la balance grecque des paiements de décembre.

Le franc suisse a évolué à peu près dans la ligne des monnaies du système monétaire européen. Il a perdu 9% vis-à-vis du dollar mais est demeuré stable par rapport au deutsche mark; à la fin du mois, lorsque le dollar a coté FS 1,9275 à Zurich, la Banque Nationale Suisse a vendu des dollars, mais en quantités limitées.

La couronne suédoise a été soumise à des pressions en janvier. Un déficit budgétaire substantiel prévu dans la loi de finances et l'importance du solde négatif des paiements courants ont fait naître dans le marché des attentes d'une dépréciation possible de son cours de change. A compter du 21 janvier, la Sveriges Riksbank a relevé son taux d'escompte de 2% pour le porter à 12%, et le taux de pénalisation de 4%, portant celui-ci à 17%. En même temps, les coefficients de réserves obligatoires des banques ont été augmentés et un encadrement du crédit a été appliqué. Des ventes importantes de dollars ont néanmoins été nécessaires pour stabiliser le cours de change effectif de la monnaie suédoise. En conséquence, la dépréciation de la couronne suédoise, par rapport au dollar, a été nettement moindre que pour la plupart des autres monnaies européennes. Durant les derniers jours du mois, la pression sur la couronne s'est relâchée.

* Voir également la note en annexe établie par la Banque de Grèce sur le marché des changes à Athènes.

La couronne norvégienne s'est aussi affaiblie vis-à-vis du dollar, d'environ 5% à la fin de janvier, tout en continuant de s'apprécier par rapport aux monnaies du SME. Dans l'ensemble, son cours de change pondéré s'est élevé de 100,5 à fin décembre à 102,2 à fin janvier et la Norges Bank a soutenu le cours de change de sa monnaie en concluant des swaps contre dollars, en resserrant sa politique monétaire et en relevant les taux d'intérêt internes.

Au cours du mois sous revue, le yen s'est montré très ferme: son recul ne dépasse pas 1% à New York et il s'est encore renforcé de quelque 6% vis-à-vis des monnaies du SME. Cette évolution est due essentiellement à l'amélioration de la balance japonaise des paiements courants, laquelle semble, à son tour, avoir encouragé les entrées de capitaux. Au début de janvier, lorsque le cours du dollar s'est approché de yen 200, la Banque du Japon a acheté des montants substantiels de dollars.

Le dollar canadien, demeuré stable vis-à-vis de la monnaie américaine, s'est, par conséquent, nettement raffermi sur la plupart des marchés de change de l'Europe de l'Ouest.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Le montant total des achats a été semblable à celui du mois précédent, soit \$2,0 milliards, alors que les ventes ont augmenté pour atteindre \$4,4 milliards au total.

Le plus gros vendeur a été de loin la Sveriges Riksbank. La Banca d'Italia et la Federal Reserve Bank of New York ont été également d'importants vendeurs de dollars EU, ce dernier institut en ayant cédé à New York contre deutsche marks ainsi qu'à Francfort par l'intermédiaire de la Deutsche Bundesbank. Au cours de la dernière semaine de janvier, la Deutsche Bundesbank a également procédé à des ventes pour son propre compte.

La plus grande part des acquisitions brutes est due à la Banque du Japon, le solde a été essentiellement réalisé par la Bank of England.

La Banque du Canada et la Central Bank of Ireland se sont montrées actives dans les deux directions.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes, qui ont eu lieu pour la quasi-totalité au cours de la dernière semaine de janvier, se sont élevées à l'équivalent de \$EU 620 millions. Elles ont essentiellement été effectuées sous la forme de ventes de francs français et, pour une part minime, de liras italiennes. Quelque 60% de ces cessions ont été destinés à soutenir le deutsche mark et ont fait l'objet - à part un léger montant acheté à des cours intramarginaux - d'un recours au financement initial à très court terme auprès du FECOM. Le reste de ces interventions a servi à soutenir le franc belge, et leur règlement a été effectué au comptant par transferts d'Ecus.

* * *

Durant les premiers jours de février, le dollar a enregistré encore de fortes fluctuations; par solde, il a accru son avance par rapport aux monnaies du SME (de quelque 1 à 1 1/2%).

La livre sterling, qui s'était montrée ferme dans les derniers jours de janvier, a perdu quelque terrain par rapport au dollar (2%) et aux monnaies européennes, les marchés croyant de plus en plus à la possibilité d'une réduction du taux minimum d'avances.

En revanche, le yen a continué à s'apprécier (de 1,2% vis-à-vis du dollar et d'environ 2 1/2% par rapport aux monnaies du SME). La Banque du Japon n'a procédé à aucune intervention.

Les tensions ont persisté au sein du SME, et il a fallu continuer de soutenir le deutsche mark ainsi que le franc belge. Les achats de deutsche marks contre francs français ont cependant été moins élevés que la semaine précédente, la Bundesbank ayant accru ses interventions sur le marché du dollar.

D'autre part, les taux d'intérêt allemands se sont sensiblement tendus, du fait que la Deutsche Bundesbank n'a fourni qu'un montant limité de liquidités au marché monétaire par voie de prises en pension effectuées en début de semaine. En outre, le vendredi 6 février, la Bundesbank a conclu avec le système bancaire des opérations ayant pour but d'absorber des liquidités internes et a cessé d'intervenir sur le marché des capitaux, contribuant ainsi à une hausse sensible des taux sur ce dernier.

La Banque Nationale Suisse a relevé de 1/2%, avec effet au 3 février, le taux officiel de l'escompte et celui des avances sur titres, les portant respectivement à 3 1/2% et 4 1/2%, afin de rétrécir l'écart entre les taux du marché et les taux officiels, et en raison de la faiblesse relative du franc suisse sur les marchés des changes.

La couronne suédoise s'est redressée sensiblement depuis le début de la semaine. Après avoir vendu des dollars pendant une longue période, la Sveriges Riksbank a été en mesure d'en acheter net sur le marché.

Les interventions dans le cadre du SME se sont élevées à l'équivalent de \$340 millions et ont toutes revêtu la forme de ventes de francs français. La majeure partie a servi à soutenir le franc belge; pour le reliquat, il s'est agi d'achats de deutsche marks.

Les ventes nettes de dollars EU réalisées dans le cadre de leurs interventions par les banques centrales participant à la procédure de concertation ont atteint au total \$780 millions pendant la première semaine de février.

Les plus gros vendeurs de dollars ont été la Deutsche Bundesbank et la Federal Reserve Bank of New York. Les achats les plus importants ont été effectués par la Sveriges Riksbank.

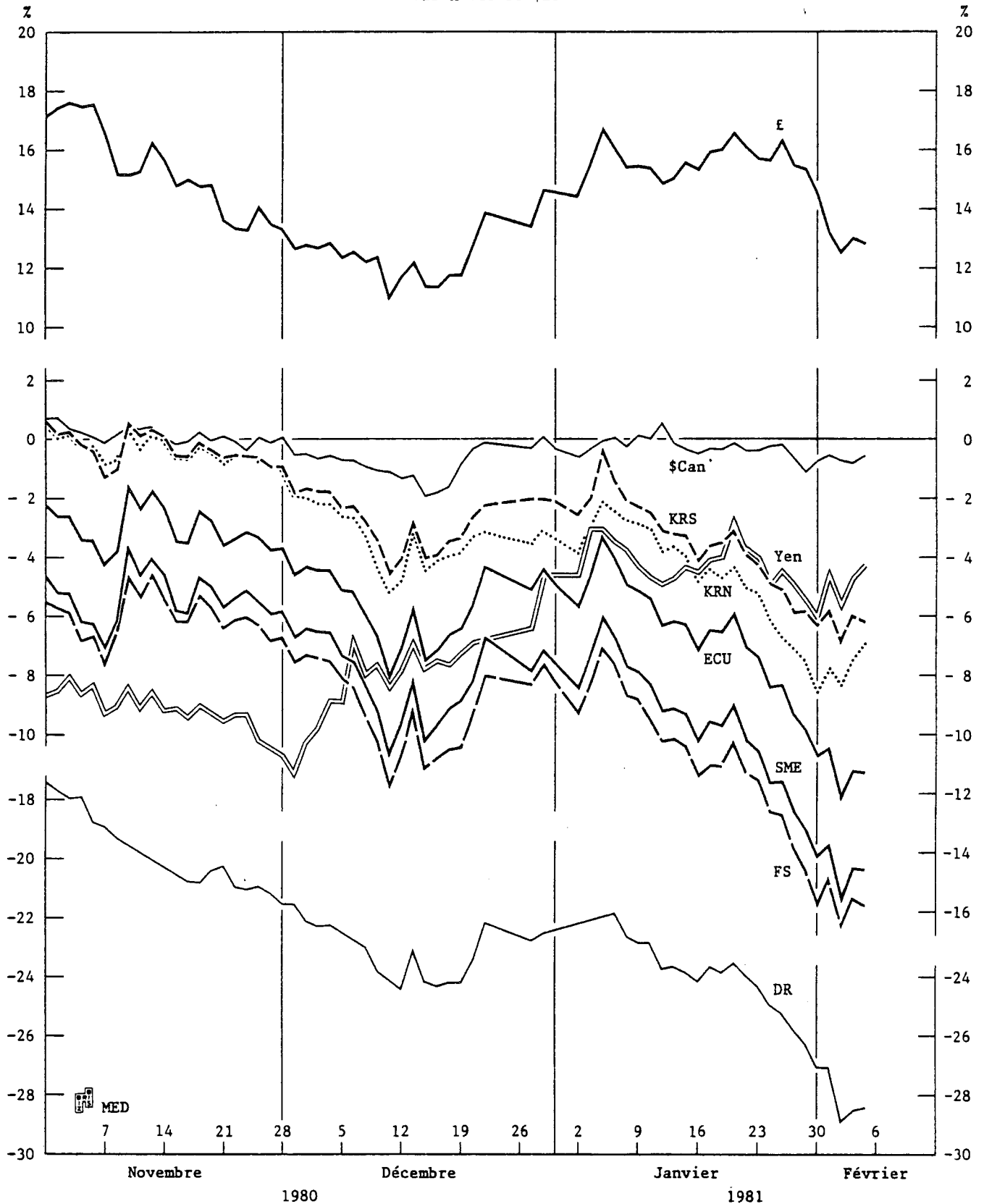
LE MARCHÉ DES CHANGES D'ATHENES

Jusqu'en novembre 1980, les banques commerciales grecques effectuaient des opérations en devises sans assumer aucun risque. Les cours de change de la drachme étaient fixés de manière uniforme par la banque centrale qui couvrait toutes les transactions des banques commerciales.

Une nouvelle loi sur les changes, adoptée en octobre 1980, autorisa les banques grecques à conserver des positions non couvertes à l'égard de la drachme (dans des limites fixées par la Banque de Grèce) et à traiter entre elles au comptant. La nouvelle loi n'affectait pas la législation en vigueur sur le contrôle des changes; la clientèle bancaire peut toujours acheter et vendre des devises, mais seulement pour des transactions autorisées. Les banques sont cependant habilitées à effectuer des opérations interbancaires sur une base illimitée à condition qu'elles ne dépassent pas les limites de leurs positions non couvertes. Il n'y a pas de marché à terme, étant donné que les taux d'intérêt de la drachme sont fixés par voie réglementaire. La banque centrale fournit une couverture à terme à trois et à six mois pour des transactions commerciales spécifiques. Les cours officiels de la drachme sont établis à un fixing quotidien de 13 heures. Toutes les banques commerciales grecques autorisées à opérer en devises peuvent participer au fixing.

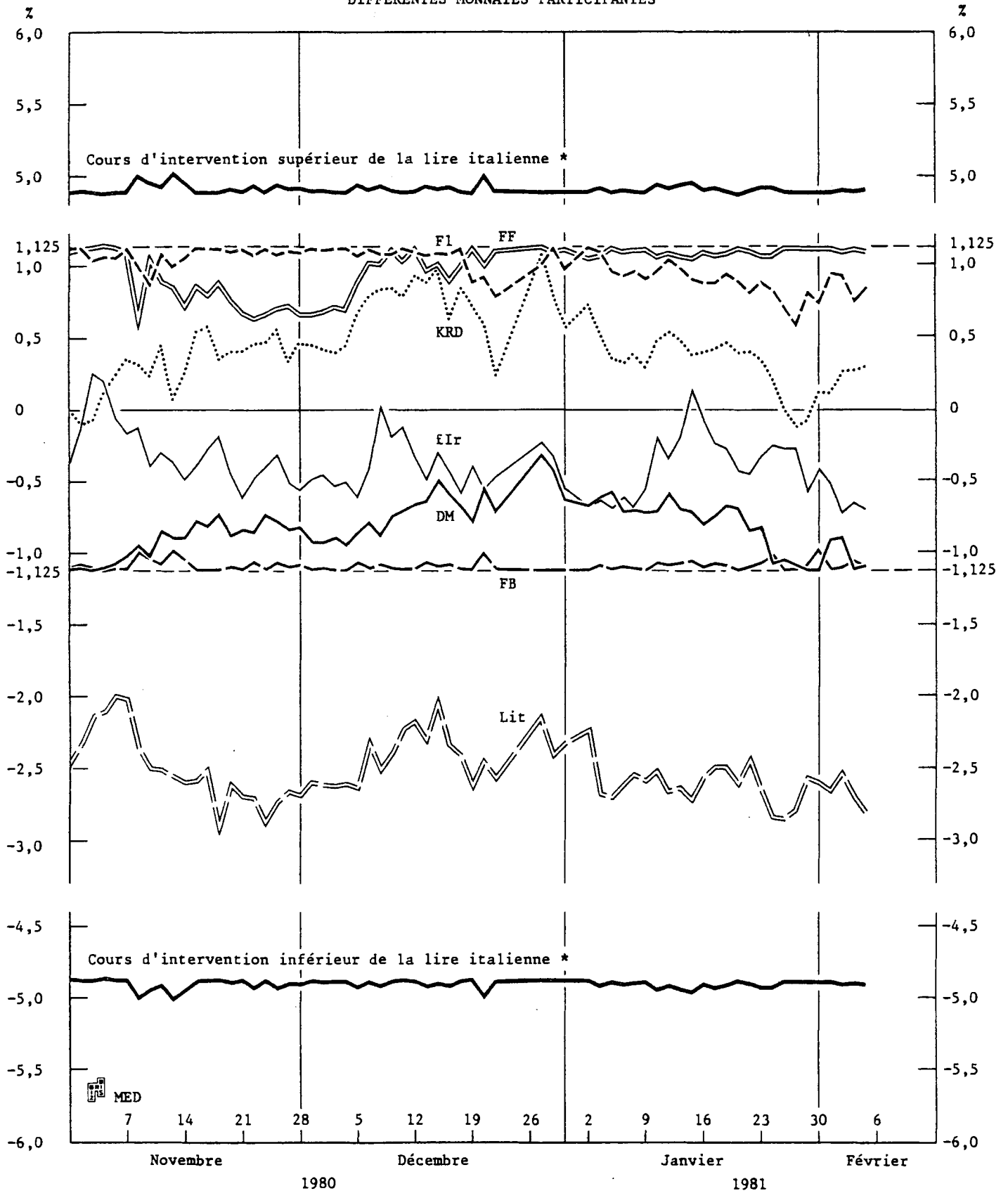
L'introduction des opérations interbancaires en devises en novembre 1980 s'est traduite par un rétrécissement des marges appliquées aux transactions importantes en devises. A l'opposé, les marges appliquées aux petits montants se sont accrues. Près de 60% des opérations s'effectuent sur une base interbancaire, le reste étant réglé au fixing. Les banques commerciales se sont montrées réticentes à utiliser au maximum leurs positions limites. Cette attitude, ainsi que la politique suivie par la Banque de Grèce et consistant à jouer en fait le rôle de courtier dans les premiers stades de fonctionnement du marché, ont empêché les réserves officielles de varier de manière sensible. Par suite de l'instauration du marché en décembre 1980, la drachme a été incluse dans le fixing de Paris. Le volume des opérations depuis son introduction a été négligeable. La réglementation des changes de la Grèce exclut toute possibilité pour les non-résidents d'effectuer des emprunts en drachmes.

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; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; 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 éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

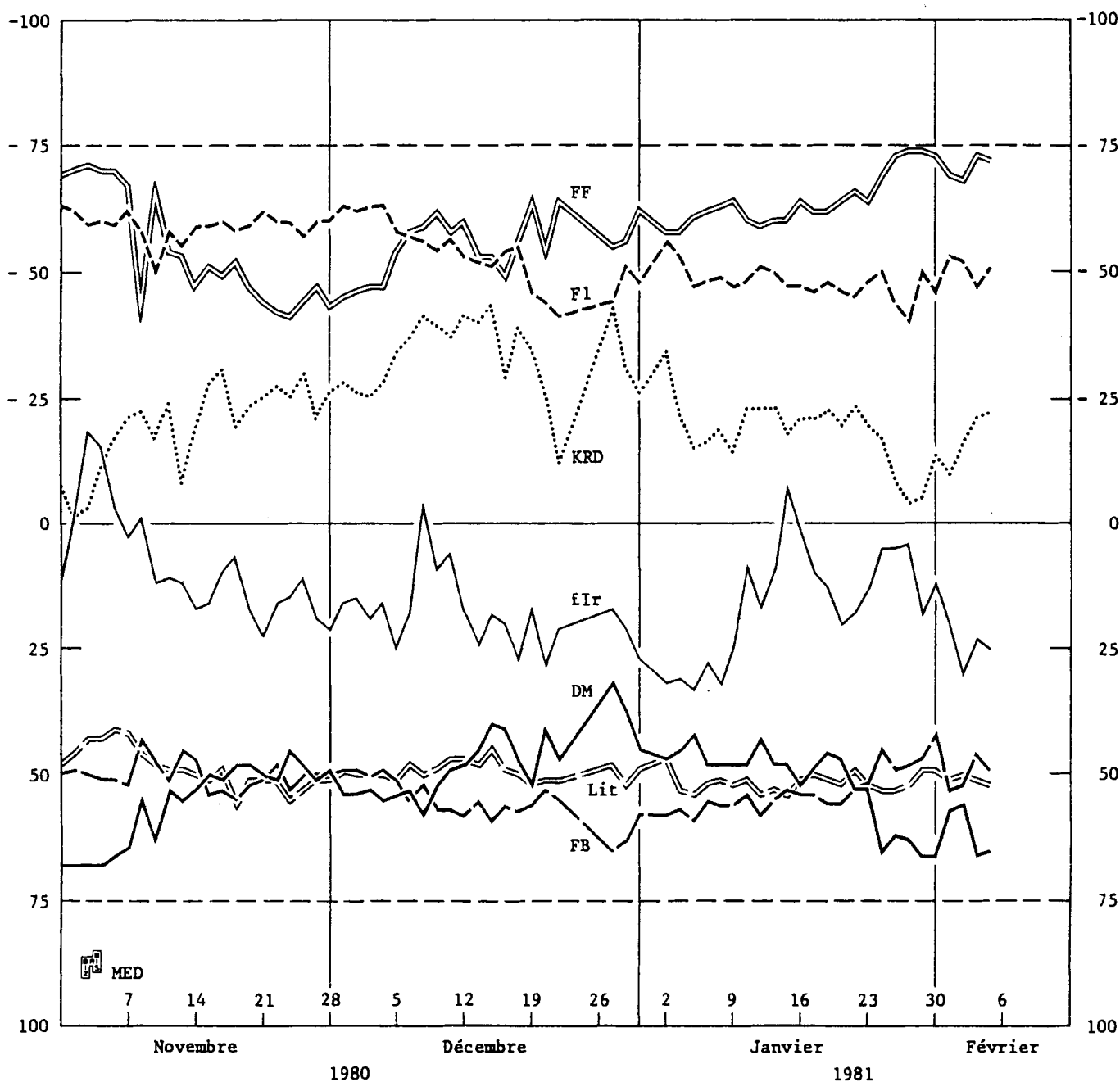
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

5 février 1981

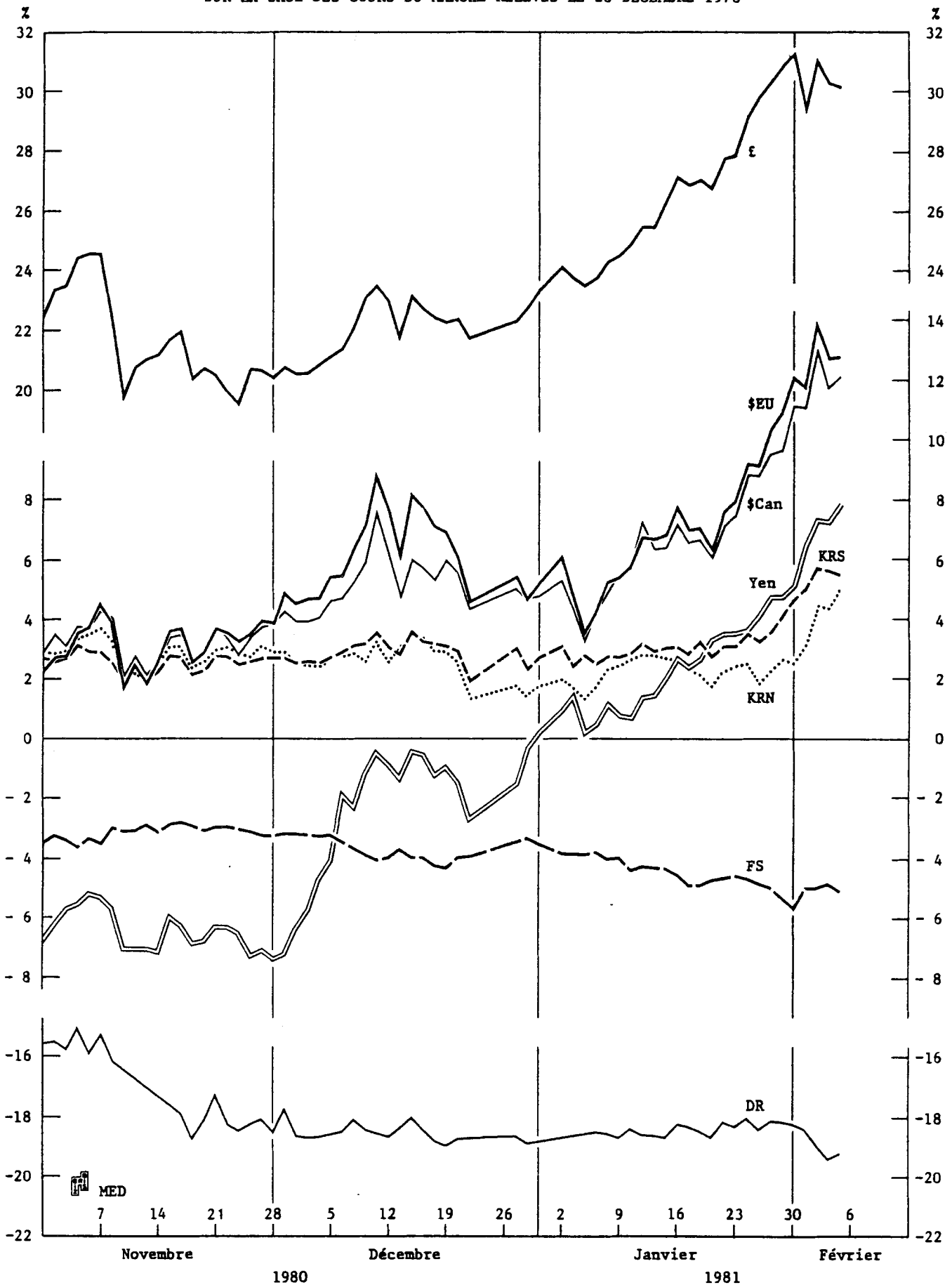
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

5 février 1981

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; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210; DR 49,6672.

3 février 1981

Comité des Gouverneurs
des banques centrales des Etats membres
de la Communauté économique européenne

Secrétariat

ESQUISSE DE PROGRAMME DE TRAVAIL
POUR LE COMITE DES GOUVERNEURS

Le tableau ci-après sera utilisé par le Président du Comité en présentant ses remarques relatives au programme de travail du Comité pour les mois prochains (cf. Point V de l'ordre du jour de la séance du 10 février 1981 du Comité des Gouverneurs).

Sujets à discuter	Date pour l'examen par le Comité	Travail préparatoire fait par:
1. Phase institutionnelle du SME	Avril-Mai et éventuellement les mois suivants	Comité des Suppléants
2. Politique commune à l'égard du dollar	Juillet	Professeur Lamfalussy
3. Evolutions et politiques monétaires dans les pays membres de la CEE	Mai et Novembre/Décembre	Groupe Raymond
4. Instruments de la politique monétaire		Groupe Kjaer
5. Questions de caractère plus général		
a) Préparation:		
- de la réunion informelle des Ministres des Finances et Gouverneurs de la CEE de début avril	Mars	
- de la réunion du Comité Intérimaire de fin mai	Avril ou Mai	
b) Financement des balances de paiements et ajustement		(Groupe Raymond)
6. Divers		
a) Règles de nomination du Président du Comité	Mars	(Comité des Suppléants)
b) Révision des dispositions régissant la mise en oeuvre du soutien monétaire à court terme en tant que relais du financement à très court terme*.		Groupe Heyvaert

* Cf. Deuxième Directive du Conseil d'administration du FECOM du 28 juin 1973 destinée à l'Agent.