

PROCES-VERBAL*
DE LA 155e SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 MAI 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; M. Gleske, membre du Direktorium de la Deutsche Bundesbank, accompagné par MM. Rieke, Kloft et von Rosen; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Zolotas, accompagné par MM. Chalikias, Papanicolaou et Papageorgiou; le Sous-Gouverneur de la Banque de France, M. Lefort, accompagné par M. Waitzenegger; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. de Beaufort Wijnholds et Hazenberg; le Directeur Général des Affaires économiques et financières à la Commission des Communautés européennes, M. Padoa-Schioppa, accompagné par MM. Boyer de la Giroday, Kees et Louw. Le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assistent en outre les Présidents des groupes d'experts, MM. Heyvaert et Raymond. 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 154e séance

En raison de la diffusion tardive du projet de procès-verbal de la 154e séance, tenue le 14 avril 1981, le Président propose d'accorder un délai supplémentaire d'une semaine pour l'approbation, c'est-à-dire

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 14 juin 1981, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

jusqu'au 20 mai 1981. Par conséquent, le document sera considéré comme approuvé à cette date, sous réserve des amendements que le Secrétariat recevra entre-temps et qui seront incorporés dans le texte définitif.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE: Présentation par M. Heyvaert du rapport concernant l'évolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois d'avril et des premiers jour de mai 1981; Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal; il fait état, en outre, des événements qui se sont produits sur les marchés des changes après la mise au point de ce rapport.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et constate que le rapport est adopté par le Comité; d'autre part, il informe les Gouverneurs que, par suite de l'absence de M. Heyvaert en juillet, M. Sangster de la Bank of England présidera le groupe "concertation" et présentera le rapport au Comité pour ce mois-là.

III. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays de la CEE et de leur coordination sur la base du Rapport No 18 établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond et de la série mensuelle de statistiques

A l'invitation du Président, M. Raymond présente le Rapport No 18 en exposant en premier lieu quelques questions de procédure et en second lieu les principaux points du rapport.

A. Questions de procédure

A l'occasion du Rapport No 18, le groupe d'experts s'est efforcé de réduire quelque peu la dimension du document et de ne maintenir dans le texte lui-même que des considérations générales à l'exclusion de description par pays.

Dans le passé, le groupe a parfois été invité à examiner certaines questions particulières comme celle des procédures d'endettement extérieur du secteur public qui a été traitée en annexe au Rapport No 17. Cette question n'ayant pas été épuisée, le groupe soumettra prochainement au Comité des Gouverneurs un rapport spécial sur l'évolution récente des politiques d'endettement. Le groupe est naturellement prêt à approfondir d'autres sujets particuliers que le Comité déciderait et à présenter ainsi des rapports spéciaux en complément des rapports semestriels.

B. Principaux points du Rapport No 18

1. Les objectifs officiels monétaires ont, en général, été atteints à la fin de 1980 de façon assez précise et avec moins de difficultés que les années précédentes.

2. Il existe un décalage entre ce résultat formel de la politique monétaire et l'évolution des données économiques de base dans la plupart des pays de la CEE: les prix, le déficit des paiements courants, le taux de croissance se sont révélés moins favorables qu'il n'était généralement prévu au début de 1980. Même si dans une large mesure ce décalage provient de phénomènes extérieurs à la Communauté, essentiellement le relèvement des prix de l'énergie et l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis et du taux de change du dollar, il subsiste un paradoxe entre les résultats monétaires et économiques.

3. L'efficacité des politiques monétaires internes peut être mise en question. En effet, au-delà du délai nécessaire des effets sur les grandeurs économiques et du phénomène, probablement momentané, en 1980, de réduction de l'épargne des ménages, certains facteurs internes semblent émuousser l'efficacité de la politique monétaire. Il s'agit:

- de la tendance pour les ménages à détenir moins de monnaie dans leur patrimoine; dans certains pays un phénomène de reconstitution des encaisses monétaires s'est toutefois déjà amorcé en 1980;
- de la moindre signification des agrégats monétaires dans certains pays où par exemple les ménages ont accru leurs actifs dans des supports financiers à court terme (bons du Trésor) qui sont en quelque sorte de la quasi-monnaie;
- du fait que dans la plupart des Etats membres le financement de l'économie n'a pas été sévèrement comprimé, en particulier, grâce au recours aux emprunts extérieurs.

4. La politique monétaire doit être soutenue par des politiques d'accompagnement, notamment une politique des revenus. En outre, le financement des déficits budgétaires croissants doit être adapté à la régulation monétaire globale; de même l'endettement extérieur doit être adapté au financement du déficit des paiements courants et à la vitesse, jugée nécessaire, de l'ajustement de ceux-ci.

5. Sans entrer dans le détail des relations entre les politiques monétaires en Europe et celles aux Etats-Unis, le rapport souligne les sérieux inconvénients pour les pays de la CEE du niveau élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis et de la hausse du cours du dollar, et pose la question importante de savoir à quel moment les pays européens doivent tenter d'arrêter la dépréciation de leurs monnaies vis-à-vis du dollar, par quel instrument et avec quelle ampleur il faut faire jouer l'instrument.

6. La période de calme relatif qu'ont connu les marchés des changes au sein du SME n'a pas permis de rapprocher les données économiques de base. Il existe donc un risque de réajustement ultérieur dans le système qui a été masqué pendant assez longtemps par la faiblesse relative du deutsche mark, mais qui pourrait forcer certains pays à procéder à des variations de taux d'intérêt extrêmement fortes et de ce fait probablement dommageables au point de vue de la régulation interne.

Le Président remercie M. Raymond pour son exposé et pour le rapport excellent qu'il a établi avec le groupe d'experts. Il relève que deux grandes questions animent ce rapport, d'une part, l'évolution interne des agrégats et des politiques monétaires, d'autre part, l'évolution des facteurs externes et des relations avec les Etats-Unis. Cette seconde question, qui a déjà retenu l'attention du Comité lors des deux dernières réunions, fournira une transition pour le point suivant de l'ordre du jour.

M. Lamfalussy présente les remarques résumées ci-après.

Les conclusions principales du Rapport No 18 sont correctes et justes, en particulier:

- l'idée que les politiques monétaires poursuivies en 1980 n'ont pas été, dans l'ensemble, restrictives malgré le respect formel des objectifs (à cet égard, on devrait peut-être insister sur le fait que, dès qu'un pays connaît un déficit extérieur, ce n'est pas tellement l'objectif masse monétaire qui compte mais l'objectif crédit intérieur);

- l'idée que la politique monétaire doit être soutenue par des politiques d'accompagnement.

Il est clair, toutefois, que, même si la politique monétaire est inefficace en elle-même dans la lutte contre l'inflation, elle demeure une condition nécessaire de cette lutte et elle exerce une certaine influence sur les anticipations inflationnistes. Si, dans l'ensemble, les politiques monétaires n'ont pas été suffisamment restrictives en 1980, cela semble particulièrement vrai pour l'Allemagne. La position extérieure de ce pays aurait dû faire passer la Deutsche Bundesbank d'un objectif masse monétaire à un objectif crédit intérieur. Cet état de choses a été perçu par les agents économiques et a pu favoriser des anticipations négatives qui ne sont pas étrangères à l'évolution qui s'est produite sur le marché des changes. La politique allemande a été depuis lors modifiée mais certaines conclusions peuvent être tirées, pour l'avenir, de ce rappel historique.

Débat du Comité

Le Président revient sur le paradoxe souligné par M. Raymond. Au Royaume-Uni, ce paradoxe a été certainement plus vif mais en sens inverse des autres pays de la CEE: la politique monétaire appréciée par rapport aux objectifs fixés n'a pas réussi alors que c'est le contraire si on la juge d'après ses effets; sa sévérité a été très certaine et a assuré un freinage sensible de l'inflation, notamment par la voie de l'appréciation du taux de la livre. L'expérience du Royaume-Uni est également opposée à celle des autres pays de la CEE pour ce qui est du budget, dont la rigueur est certaine, du secteur des entreprises, dont la situation s'est détériorée et de l'épargne des ménages qui a été très abondante. Il a fallu toutefois l'intermédiation du système bancaire pour canaliser cet excédent d'épargne vers les entreprises.

M. Gleske remercie M. Raymond et le groupe d'experts pour le rapport excellent dont il partage très largement la ligne générale et les conclusions. Aujourd'hui, effectivement, avec l'avantage de l'expérience, on peut dire, comme M. Lamfalussy l'a fait, que, compte tenu du déficit en compte courant, la politique monétaire allemande n'a pas été assez restrictive en 1980, même si la croissance de la monnaie de banque centrale a tout juste atteint le chiffre inférieur de la fourchette retenue comme objectif. Au cours des derniers mois, cette croissance a eu tendance à s'accélérer et à dépasser nettement la limite inférieure de la nouvelle fourchette fixée pour 1981. Celle-ci est 4 à 7%, soit un peu moins qu'en 1980, et, avec un compte courant toujours déficitaire, l'idée est de maintenir la croissance

monétaire au rythme du chiffre inférieur. Or les dernières statistiques montrent une progression de 5,7% et même de 5,9 ou 6,2% si l'on tient compte de la quasi-monnaie mentionnée par M. Raymond.

Ainsi, l'expansion monétaire reste trop vive, malgré le niveau élevé des taux internes et un important déficit courant. Ce dernier apparaît beaucoup plus tenace et irréductible que prévu et, même si un certain redressement se produit après les mauvais résultats du premier trimestre 1981, le déficit de l'année entière sera supérieur à celui de 1980. Parmi les raisons de cette évolution, figurent les mutations de structure, intervenues au cours des dix dernières années, qui ont porté atteinte à la compétitivité de l'économie allemande. Par exemple, la part des dépenses publiques, au sein desquelles les dépenses de consommation prennent une importance croissante est passée de 34-37% du PNB au début des années 1970 à 48% actuellement. En dépit d'un taux d'épargne des ménages élevé, ces dépenses publiques sont de plus en plus financées aux dépens des investissements.

La dépréciation du DM a suffisamment amélioré la compétitivité de l'industrie allemande, mais l'impact sur la balance courante se fait attendre en raison notamment de l'effet de la courbe en J. En revanche, plus l'amélioration de la balance courante tarde, plus des tendances dépressives s'exercent sur la monnaie. Il faudrait donc, en théorie, relever les taux d'intérêt; toutefois, dans la réalité c'est très compliqué étant donné en particulier le dilemme créé par la position du DM dans le Système monétaire européen et par la faiblesse de la conjoncture économique interne.

M. Ciampi exprime son appréciation pour la qualité du rapport préparé par le groupe présidé par M. Raymond et encourage ce dernier à poursuivre dans la voie du Rapport No 18, c'est-à-dire de documents concis, clairs et mettant en relief les dilemmes et les options de politique. En Italie, la gestion monétaire est compliquée par le déficit considérable du secteur public, dû notamment à la grande difficulté de maintenir les dépenses publiques. Le fort degré de dépendance du pays vis-à-vis de l'énergie et des matières premières importées et la hausse du dollar pèsent fortement sur le déficit extérieur. En raison de celui-ci, il est juste de fonder les politiques monétaires sur l'agrégat crédit global plutôt que sur la masse monétaire. C'est ce qui est fait en Italie où l'expansion du crédit interne global a été fixée pour 1981 à un chiffre qui implique une réduction de deux points, par rapport à l'automne 1979, du quotient entre ce crédit global et le PNB.

En ce qui concerne les politiques d'accompagnement, le gouvernement s'est engagé à réduire les besoins de financement du secteur public et des

discussions sont en cours avec les syndicats pour trouver un arrangement sur les salaires et notamment l'indexation, mais le but n'est pas encore atteint.

M. Murray marque également son appréciation pour le travail très utile accompli par M. Raymond et son groupe. Le Rapport No 18 attire l'attention sur des problèmes tels que la politique des dépenses publiques qui sont bien connus mais qui ne disparaîtront pas de si tôt.

M. Murray fait une remarque sur la dernière phrase du chapitre II du rapport (page 7 en anglais, haut de la page 8 en français) "la poursuite d'une politique monétaire rigoureuse ne sera néfaste pour l'activité économique qu'à court terme, la plupart des pays voient dans les progrès obtenus à plus long terme sur le front de l'inflation une compensation suffisante". Il se demande si l'usage de l'expression "la plupart des pays" est réaliste et il ajoute que cette expression ne couvre pas l'Irlande.

Dans les tableaux 2 et 3, les montants relatifs au financement par la banque centrale ont, dans chacun de ces deux tableaux, une base différente pour quelques pays, comme l'Irlande. Même si ces différences sont explicables, il semble préférable, compte tenu de l'importance du sujet, que l'explication soit évidente dans les tableaux eux-mêmes.

M. Murray conclut en suggérant que le "groupe Raymond" fasse une étude sur le financement du Trésor par les banques centrales et les différentes questions que pose ce financement. Une telle étude pourrait faire l'objet d'un rapport spécial dont la diffusion ne serait pas nécessairement celle des rapports semestriels.

M. Hoffmeyer exprime sa satisfaction pour le très intéressant Rapport No 18. Le Danemark est probablement le pays qui a le plus expérimenté la modification ou la suppression du mécanisme d'indexation. Depuis la dernière action entreprise dans ce domaine, en 1979, les revenus réels disponibles des salariés, employés et retraités ont été réduits d'environ 8% et cette politique a donc enregistré en deux ans plus de succès que la politique monétaire rigoureuse menée pendant plusieurs années. En revanche, le déficit du budget public est en croissance, comme ailleurs.

A la suite de la réduction des revenus réels, un abaissement assez notable des taux d'intérêt a pu être réalisé au Danemark en 1980, ce qui explique certainement les quelques exportations de capitaux privés observées depuis six mois. Si un resserrement monétaire devait intervenir dans la CEE, un relèvement des taux danois devrait être fait mais il soulèverait des oppositions en raison notamment du chiffre élevé du chômage.

M. de Strycker indique qu'il a trouvé le Rapport No 18 extrêmement intéressant et qu'il en partage les conclusions. Il fait part d'une observation fondée sur l'examen des chiffres des tableaux et qui aboutit à dire qu'en 1980, dans plusieurs pays de la CEE, la relation a été plus directe entre l'évolution des prix et celle des taux de change qu'entre l'évolution des prix et celle des agrégats monétaires. Par exemple, en Allemagne, la croissance des agrégats monétaires a été inférieure aux objectifs fixés mais, dans le même temps, la valeur moyenne du deutsche mark s'est dépréciée et la hausse des prix a été plus forte qu'escompté. On peut faire une constatation semblable en France alors qu'en sens inverse, au Royaume-Uni, la masse monétaire s'est accrue bien au-delà des objectifs mais le cours de la livre s'est considérablement apprécié et le comportement des prix a été plus satisfaisant que prévu.

Ces concomitances ou coïncidences intéressantes méritent d'être gardées à l'esprit pour les discussions avec les partenaires américains et pour l'avenir.

M. Zijlstra adresse aussi ses félicitations pour la qualité du Rapport No 18. Il revient sur une remarque de M. Lamfalussy:

- pour souligner que dans la lutte contre l'inflation même si une politique monétaire efficace n'est pas une condition suffisante, elle est une condition nécessaire, très importante,
- pour marquer son accord sur le fait que le degré de sévérité de la politique monétaire doit être apprécié en se fondant sur la création de liquidités à partir de sources internes et en faisant abstraction des entrées ou sorties de capitaux qui ne sont que des épiphénomènes.

M. Zijlstra indique que le raisonnement pour ou contre un relèvement des taux d'intérêt qu'a fait M. Gleske à propos de l'Allemagne vaut également pour les Pays-Bas. Il pense toutefois qu'il faut être extrêmement prudent dans la conclusion étant donné notamment qu'un relèvement, par exemple, de 1 point, n'aurait probablement pas d'effet à l'heure actuelle dans la relation de change avec le dollar, vu la force de la tendance de cette monnaie.

M. Lamfalussy estime que la question qui se pose est: peut-on parvenir à ralentir la dépréciation des monnaies européennes vis-à-vis du dollar ? A cet égard, deux données sont fondamentales:

- la première est que, dans les mois à venir, les autorités américaines laisseront aller les taux d'intérêt où les marchés les porteront et ne modifieront certainement pas leur technique de régulation monétaire (ce qui n'exclut pas néanmoins l'opportunité d'une discussion avec les Etats-Unis);

- la seconde tient à l'attitude de la nouvelle administration américaine, présentée par M. Sprinkel, vis-à-vis des interventions sur les marchés des changes.

En raison de cette attitude, même si les pays européens étaient disposés collectivement ou individuellement à intervenir massivement, une telle action n'aurait pas d'incidence majeure sur les taux de change. La seule possibilité serait donc de relever les taux d'intérêt, mais, comme M. Zijlstra l'a dit et eu égard à la divergence bien connue entre l'évolution de la balance des paiements aux Etats-Unis et en Allemagne, il faudrait alors un relèvement très substantiel qui paraît difficilement recommandable étant donné la situation actuelle des économies intérieures et du SME.

M. Zolotas s'associe aux remarques élogieuses adressées à M. Raymond et au groupe d'experts pour le rapport. Il souligne que l'année 1981 sera certainement une période de troubles pour le SME et que les pays participants devraient donc améliorer entre eux la coordination et la convergence des données fondamentales. Pour répondre aux difficultés en matière d'inflation, de taux de change, de comptes courants, il faudra agir sur le plan de la politique monétaire, de la politique des revenus et plus encore sur celui de la politique budgétaire vu les déficits croissants des secteurs publics et les différences entre les pays dans ce domaine. Il conviendra aussi d'encourager la politique d'investissements.

M. Gleske se réfère aux observations de MM. Zijlstra et Lamfalussy et se demande lui aussi s'il est approprié de relever les taux d'intérêt. A plus long terme, cependant, si la dépréciation des monnaies devait se poursuivre, il en résulterait de nouvelles impulsions sur les prix avec toutes leurs conséquences. D'autre part, il ne faut pas oublier qu'au sein du SME, du fait des taux d'inflation différents et de la relation de change fixe, les pays participants importent mutuellement de l'inflation et des poussées de prix des pays partenaires.

Le Président conclut la discussion du Comité sur le Rapport No 18:

- en rappelant que, selon la procédure habituelle, le rapport sera transmis au Comité monétaire après que les banques centrales auront pu communiquer au secrétariat, jusqu'au 20 mai 1981, les corrections éventuelles qu'elles voudraient apporter,

- en constatant l'accord du Comité sur la suggestion de M. Murray d'inviter le "groupe Raymond" à présenter ultérieurement un rapport spécial sur le financement de l'Etat par les banques centrales.

IV. Suite à donner au mandat par lequel le Conseil des Ministres des Finances de la CEE du 16 mars 1981 a invité le Comité des Gouverneurs à poursuivre ses travaux sur les relations monétaires entre la Communauté et les pays tiers; Examen et adoption d'un rapport au Conseil sur la base d'un projet à compléter des résultats de la discussion du Comité sur les Rapports No 46 et No 47 établis le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert

Le Président rappelle que le mandat de poursuivre les travaux sur les relations monétaires entre la Communauté et les pays tiers a été donné lors du Conseil des Ministres des Finances du 16 mars 1981 et de la réunion informelle des Ministres et Gouverneurs de Breda des 3 et 4 avril. Il invite M. Loehnis à présenter les conclusions des discussions des Suppléants sur le projet de la note à soumettre au Conseil ECOFIN du 15 juin 1981 et à compléter des résultats du débat du Comité sur les Rapports No 46 et No 47 du "groupe Heyvaert".

M. Loehnis résume les discussions et suggestions des Suppléants comme suit:

- le texte du projet de note devrait être la base d'un rapport qui serait présenté verbalement au Conseil, afin de conserver le maximum de souplesse, pour tenir compte d'évolutions d'ici le 15 juin, et d'être en ligne avec ce qu'envisage de faire le Comité monétaire (de toute manière le projet pourrait servir à un rapport écrit ou oral selon le choix de dernière minute);

- la version datée du 11 mai contient les légères modifications que les Suppléants ont apportées au projet initial: les crochets représentent, soit un choix entre deux variantes (par exemple à la page 2, l'alternative entre un petit complément à une phrase ou un texte plus long constitué de trois phrases supplémentaires), soit un pour mémoire destiné à bien vérifier, dans quatre semaines, qu'aucun élément nouveau ne justifie un changement du texte;

- le résultat de l'examen des Rapports No 46 et No 47 devrait être consigné dans un bref document écrit, qui serait séparé du rapport oral sur les taux d'intérêt et qui pourrait être remis au Conseil soit le 15 juin 1981, soit un peu plus tard. Un projet de ce document sera préparé par le Secrétariat en vue d'une discussion par le Comité le 14 juin; son contenu devrait tenir compte des conclusions des experts, à savoir d'une part, que vu notamment l'attitude américaine la "fécomisation" des accords de swap avec la Federal Reserve Bank of New York n'est pas vraiment une option viable; d'autre part, que les interventions intramarginales en monnaies communautaires constituent un instrument utile pour la stabilisation des taux de change mais qu'il n'y a pas d'accord général pour dire que des règles préétablies et formelles seraient supérieures au régime ad hoc.

Le Président tient tout d'abord à exprimer à M. Heyvaert et à son groupe l'appréciation du Comité pour le travail excellent qu'ils ont accompli dans des délais extrêmement courts. Il partage la suggestion des Suppléants de préparer pour le Conseil ECOFIN une brève note écrite, traitant les questions des Rapports No 46 et No 47, dans laquelle les Gouverneurs pourraient indiquer notamment que la "fécomisation" n'est pas actuelle.

M. de Strycker marque son accord pour qu'une brève note écrite, résumant les deux rapports du "groupe Heyvaert" soit préparée par le Secrétariat. Compte tenu de l'effort particulier qui a été fait par ce groupe, il est important que cette note soit discutée et approuvée par le Comité le 14 juin 1981 afin d'être prête pour le Conseil ECOFIN du 15 juin 1981.

M. Murray se rallie aussie à l'idée d'un bref rapport écrit mais il souhaite que, pour la question des interventions intramarginales en monnaies communautaires (Rapport No 47), qui est entièrement de la compétence des Gouverneurs de la CEE, le Comité tienne un débat de fond et tâche de rapprocher les positions différentes qu'ont exposées les experts.

M. Gleske est également favorable à l'idée d'une brève prise de position écrite mais, comme M. Murray, il souhaite un débat de fond du Comité sur les Rapports No 46 et surtout No 47 pour lequel la Deutsche Bundesbank a des opinions particulières qu'elle désirerait pouvoir expliciter.

Le Président propose que le débat de fond sur les Rapports du "groupe Heyvaert" ait lieu lors de la séance du dimanche 14 juin en même temps que l'examen de la brève note écrite que préparera le Secrétariat. En ce qui concerne la note sur les taux d'intérêt, destinée au Conseil (projet en date du 11 mai 1981), il demande aux Gouverneurs leur avis sur le caractère verbal ou écrit de la note et sur les choix à faire pour lever les crochets.

Le Comité:

- marque sa préférence pour une présentation orale de la note par le Président du Comité des Gouverneurs, présentation qui sera accompagnée d'un bref document écrit sur les questions de la "fécomisation" et des interventions intramarginales en monnaies communautaires,

- retient, à la suite de l'intervention de M. de Strycker, la seconde variante, c'est-à-dire le texte le plus long, à la page 2 du projet de note en date du 11 mai 1981.

Le Président prend note des décisions du Comité; il souligne que son exposé oral sera fondé bien entendu sur le texte que les Gouverneurs reverront une dernière fois le 14 juin, à moins que le Comité soit amené à transmettre ce texte par écrit dans le cas où le Comité monétaire appliquerait une telle procédure pour son rapport au Conseil.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions soumises à l'attention du Comité.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

En raison de l'Assemblée générale de la BRI, la prochaine séance du Comité des Gouverneurs aura lieu à Bâle, le dimanche 14 juin 1981 à 15 heures 30. Cette séance sera précédée des réunions préparatoires habituelles qui se tiendront:

- le dimanche 14 juin à 9 h 30 pour le "groupe concertation",
- le dimanche 14 juin à 10 h 30 pour le Comité des Suppléants.

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

AVRIL 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 d'avril 1981 et les premiers jours de mai 1981.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

L'évolution sur les marchés des changes en avril a été caractérisée par:

- un raffermissement général, mais inégal, du dollar EU à l'égard de toutes les autres monnaies, en particulier celles du SME,
- un rétrécissement de la bande de fluctuation du SME au cours de la seconde quinzaine.

Le raffermissement du dollar EU s'explique principalement par de nouvelles hausses des taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis et sur les euro-dollars, tandis que ceux des pays européens et du Japon sont, pour l'essentiel, restés stables. Les taux d'intérêt américains ont monté de 2-3% environ, parce que le marché s'attendait à un durcissement de la politique monétaire en raison du rythme de croissance élevé de la masse monétaire. La progression du dollar a également été favorisée par le meilleur comportement des prix aux Etats-Unis, les

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

chiffres de croissance encourageants pour le premier trimestre et les perspectives plus optimistes de voir le Congrès adopter les propositions budgétaires de l'Administration. Sous l'action conjointe de ces facteurs, le dollar s'est amélioré durant le mois sous revue,

de 4,7 à 6% par rapport aux monnaies participant au mécanisme de change du SME,

de 4,5% par rapport à la livre sterling,

de 5,6% par rapport au franc suisse,

de 2,5% par rapport au yen, et

de 1,1% par rapport au dollar canadien.

Au sein du SME, les tensions se sont atténuées en avril sous l'effet d'un certain nombre de facteurs, dont les plus importants ont été:

- la moindre vigueur du deutsche mark, en partie par suite de la hausse du dollar - en général plus marquée par rapport à la monnaie allemande - et en partie à cause des interventions d'autres membres du système qui ont procédé à d'importantes ventes de deutsche marks;
- l'affaiblissement du franc français avant l'élection présidentielle,
- le renforcement du franc belge, sous l'influence des dispositions prises pour réduire la tension sur la monnaie belge.

En conséquence, la bande du SME, qui atteignait sa largeur maximale de 2 1/4% depuis novembre 1980, s'est rétrécie à environ 1 1/2% à partir du milieu d'avril jusqu'à la fin du mois.

Le deutsche mark, en dépit de son affaiblissement par rapport au dollar et aux monnaies situées au bas de la bande du SME, s'est maintenu fermement au sommet de celle-ci et s'est retrouvé seul à cette position, du fait du recul du franc français et du florin néerlandais au sein du système. Malgré la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, ceux de l'Allemagne ont été maintenus à des niveaux stables.

Le franc français, qui se trouvait à proximité du sommet de la bande, s'est replié sur une position médiane. L'affaiblissement a été plus prononcé pendant la seconde quinzaine, durant laquelle le premier

tour de l'élection présidentielle française a provoqué des remous sur le marché. Ce premier tour n'ayant pas donné un résultat clair, l'incertitude a persisté et le franc a dû continuer d'être soutenu par d'importantes interventions sur le marché.

Le florin néerlandais s'est affaibli parallèlement au franc français et a terminé le mois juste au-dessus du milieu de la bande. Ce mouvement s'explique principalement par le niveau relativement bas des taux d'intérêt néerlandais dans une période de hausse des taux d'intérêt américains.

A partir de la deuxième semaine d'avril, le franc belge a été soulagé de la pression qu'avait occasionnée la dévaluation de la lire italienne en mars. La forte progression des taux d'intérêt durant la dernière partie du mois de mars ayant permis d'atténuer la tension sur la monnaie belge, les interventions de soutien du franc belge ont été fortement réduites à partir du 6 avril, et par la suite il n'a été procédé qu'à de légères interventions correctrices. L'indicateur de divergence a été ramené nettement en deçà du seuil à partir du 23 avril. Dans ces conditions, la Banque Nationale de Belgique a été en mesure d'abaisser de 1% à deux reprises, le 15 et le 29 avril, le taux d'escompte et celui des avances sur titres, qui étaient exceptionnellement élevés.

La couronne danoise a suivi les mouvements du deutsche mark. Aussi s'est-elle affaiblie par rapport aux monnaies situées au bas de la bande du SME, quittant le centre de celle-ci pour occuper une position proche de la limite inférieure. La couronne a été soutenue par de fréquentes interventions, notamment vers la fin du mois.

La livre irlandaise est restée à environ 3/4% en dessous du milieu de la bande mais, avec le rétrécissement de celle-ci, elle a rejoint le franc belge au bas de la bande du SME à la fin du mois. Des interventions de soutien ont été effectuées presque quotidiennement tout au long du mois.

Après la dévaluation de mars, la lire italienne a fluctué dans la moitié supérieure de la bande étroite du SME, puis a pris la deuxième place dans le système quand le franc français et le florin se sont affaiblis. Bien que sporadiques et de caractère essentiellement correcteur, les interventions se sont traduites par des ventes nettes encore relativement importantes.

La plupart des autres monnaies ont suivi une évolution analogue à celle des monnaies du SME par rapport au dollar, avec cependant un affaiblissement moins prononcé.

La livre sterling, le franc suisse et la drachme ont eu un comportement presque parallèle à celui des monnaies du SME, à part le fait que la livre s'est légèrement redressée par rapport aux monnaies du SME durant les derniers jours du mois. Les interventions ont été très limitées.

Le yen s'est raffermi pendant la dernière semaine d'avril, à l'annonce d'une amélioration de la balance commerciale. Le fléchissement du yen à l'égard du dollar a donc été limité à 2,5% sur l'ensemble du mois.

L'indice des taux de change effectifs est demeuré stable tant pour la couronne suédoise que pour la couronne norvégienne et ces deux monnaies se sont renforcées par rapport à celles du SME tout en perdant un peu de terrain par rapport au dollar. L'afflux continu de capitaux vers la Suède après la crise de change de janvier a permis à la Sveriges Riksbank d'acheter des quantités assez importantes de devises sur le marché.

Le dollar canadien a bénéficié du relèvement des taux d'intérêt, mais l'ascension encore plus rapide des taux d'intérêt américains a réduit l'écart favorable aux taux canadiens. L'incidence sur le marché des changes a cependant été minime et, sur l'ensemble du mois, la monnaie canadienne s'est affaiblie d'un peu plus de 1% par rapport au dollar EU, et s'est renforcée, par conséquent, de 4% environ en moyenne à l'égard des monnaies du SME.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les interventions en dollars ont été maintenues à un niveau modeste, compte tenu de l'ascension très vive du dollar par rapport à la plupart des autres monnaies. Les ventes nettes se sont élevées à \$2,3 milliards au lieu de \$1,7 milliard en mars, lorsque le dollar a connu quelques fluctuations n'ayant guère entraîné en définitive d'appréciation importante. Les ventes brutes ont atteint \$3,5 milliards (montant à peu près égal à celui du mois de mars), tandis que les achats bruts avec \$1,2 milliard ont

baissé par rapport à mars (\$ 1,7 milliard). Les banques centrales responsables des monnaies du SME à l'exception de la Banque Nationale de Belgique, ont toutes été vendeuses nettes de dollars, avec au premier rang la Banque de France. La Sveriges Riksbank a été la seule banque centrale acheteuse nette de dollars pour un montant de quelque importance. La Banque du Canada est intervenue de manière active dans les deux directions, opérations qui se sont traduites par une modeste vente nette de dollars, cependant que les interventions des autres banques centrales ont été très limitées ou nulles. Au milieu d'avril, le Trésor des Etats-Unis a confirmé le changement d'attitude des autorités à l'égard de la politique d'intervention, en annonçant que la Federal Reserve Bank of New York n'interviendrait que pour s'opposer à des conditions désordonnées du marché des changes. L'institut d'émission américain n'a effectué aucune intervention au mois d'avril.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Les interventions nettes en monnaies communautaires ont fléchi en avril, pour atteindre l'équivalent de \$2,2 milliards, contre \$3,5 milliards en mars.

Une part notable des interventions a été réalisée par la Banque Nationale de Belgique aux limites d'intervention, principalement en deutsche marks. Ces opérations ont presque toutes eu lieu au cours de la première semaine du mois. Avec l'atténuation des pressions sur le franc belge, les interventions ont sensiblement diminué, et la Banque Nationale de Belgique a même été en mesure d'acheter de petites quantités de deutsche marks et de francs français le dernier jour du mois. Les ventes effectuées dans le cadre d'interventions au début d'avril ont été réglées principalement par des recours aux facilités de crédit à très court terme et, pour le solde, par des prélèvements sur les réserves.

La majeure partie, de loin, des interventions en monnaies communautaires a été cependant le fait de la Banque de France, sous forme de ventes de deutsche marks à des cours intramarginaux, surtout durant la seconde quinzaine. Le deutsche mark a été acheté contre francs auprès de la Deutsche Bundesbank jusqu'à ce que cette dernière eût

remboursé sa dette en cours dans le cadre des facilités de crédit à très court terme. Les ventes ultérieures ont été couvertes par voie de prélèvements sur les réserves.

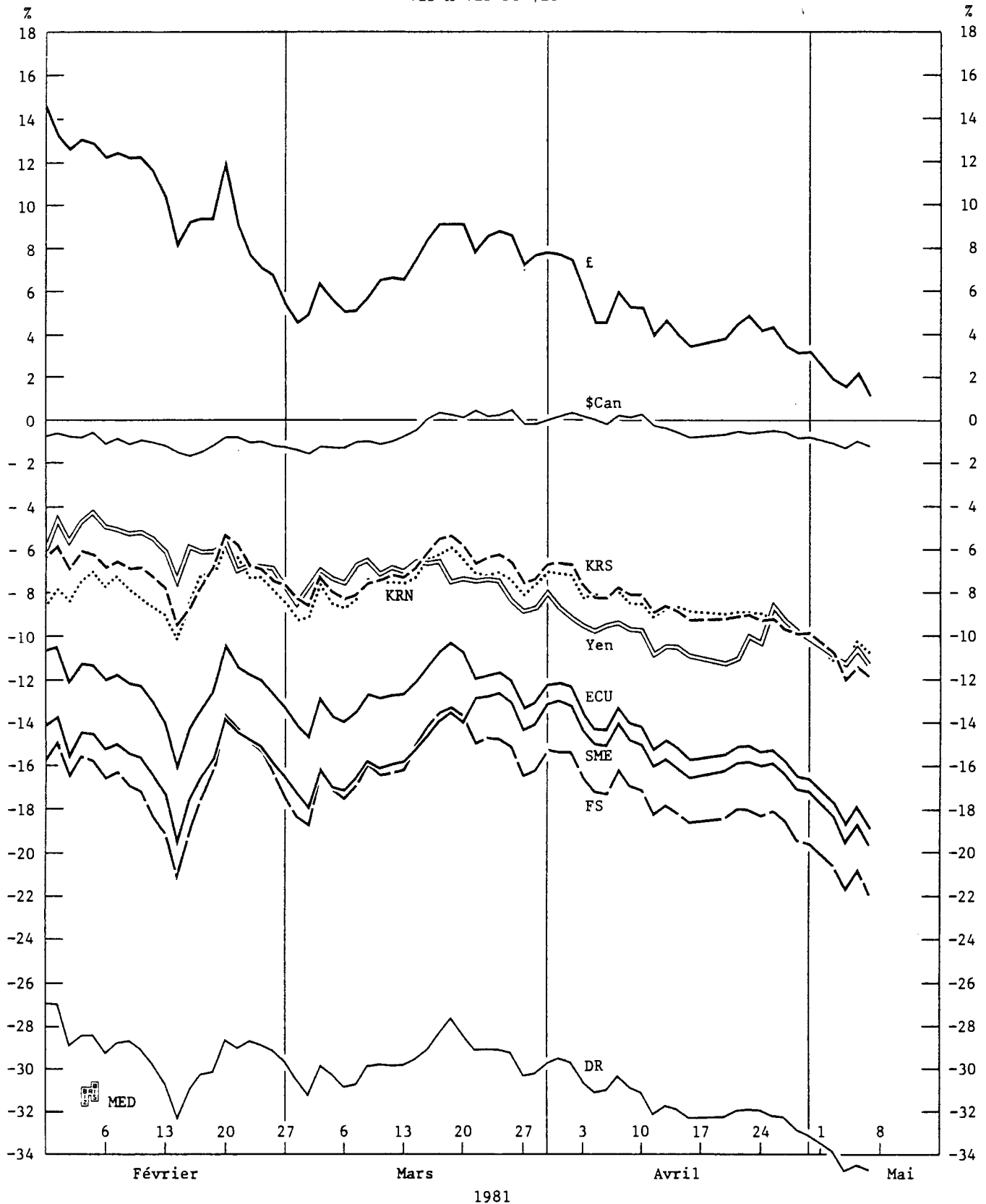
* * *

Durant les premiers jours de mai, le dollar a progressé de 1 3/4% environ par rapport aux monnaies participant au mécanisme de change de la CEE, au franc suisse et à la livre sterling, de 1/2% à l'égard du yen et d'un très faible pourcentage seulement par rapport au dollar canadien. La fermeté persistante du dollar a été due à une nouvelle flambée des taux d'intérêt à court terme sur le marché américain (entre 2 et 3 points), liée à une forte expansion de la masse monétaire. Cette évolution a conduit la Federal Reserve Bank, le 5 mai, à porter le taux de l'escompte de 13% à 14% et à relever de 3% à 4% la pénalisation applicable aux recours massifs et fréquents à l'emprunt.

Les positions relatives des monnaies du SME n'ont subi que des changements mineurs. La largeur de la bande de fluctuation est passée à 1 3/4%, en raison de la baisse du franc belge par rapport à la plupart des autres monnaies. Les taux d'intérêt ont été assez stables dans la majorité des pays de la CEE. La lire italienne a très légèrement reculé, revenant au niveau du franc français et du florin.

Les interventions en dollars, d'une importance notable (vente nette de \$1 milliard), ont été effectuées en majeure partie par la Deutsche Bundesbank, la Banque de France et la Banca d'Italia. Les interventions en monnaies communautaires ont été insignifiantes.

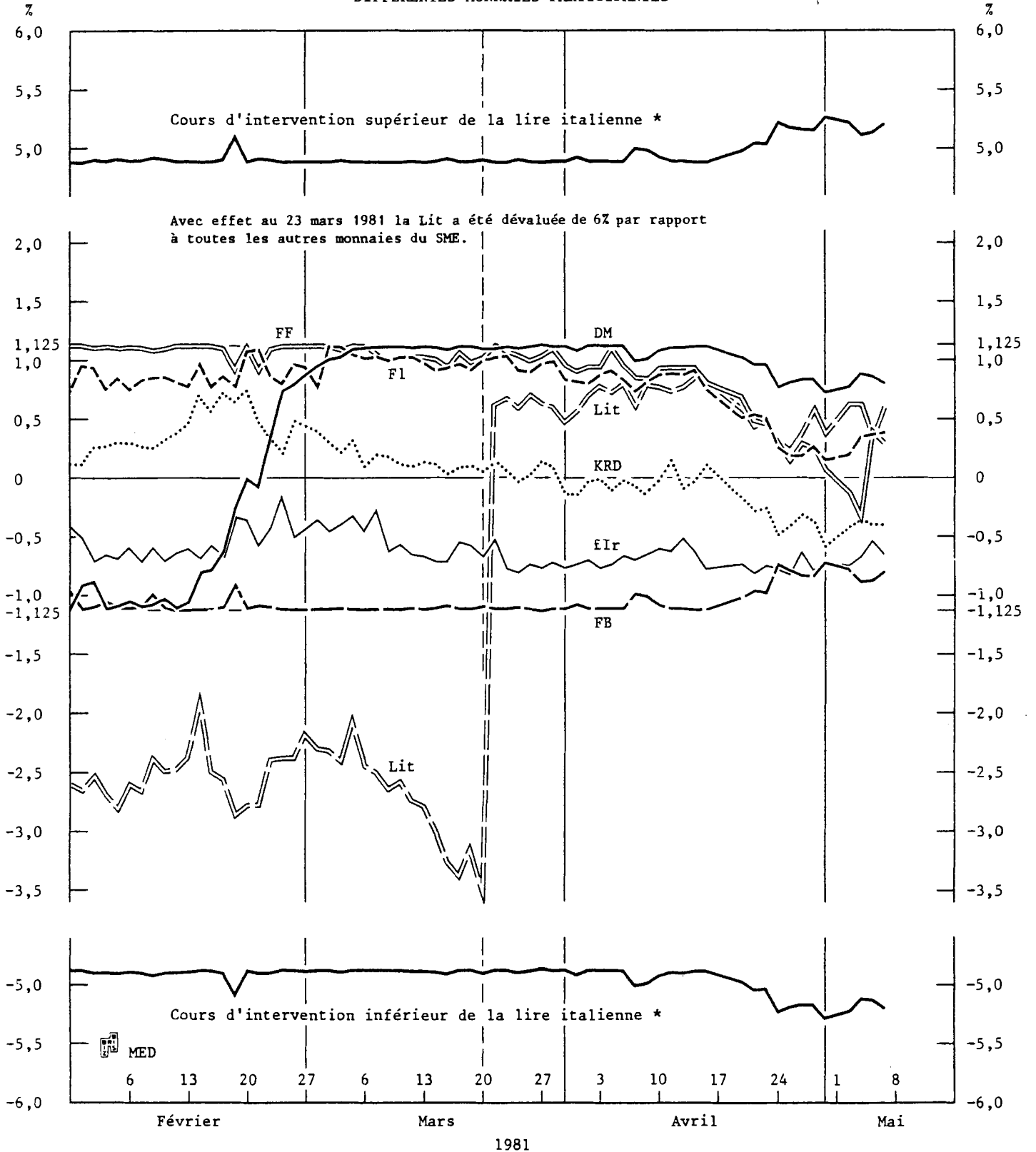
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978
 VIS-A-VIS DU \$EU *



* 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.

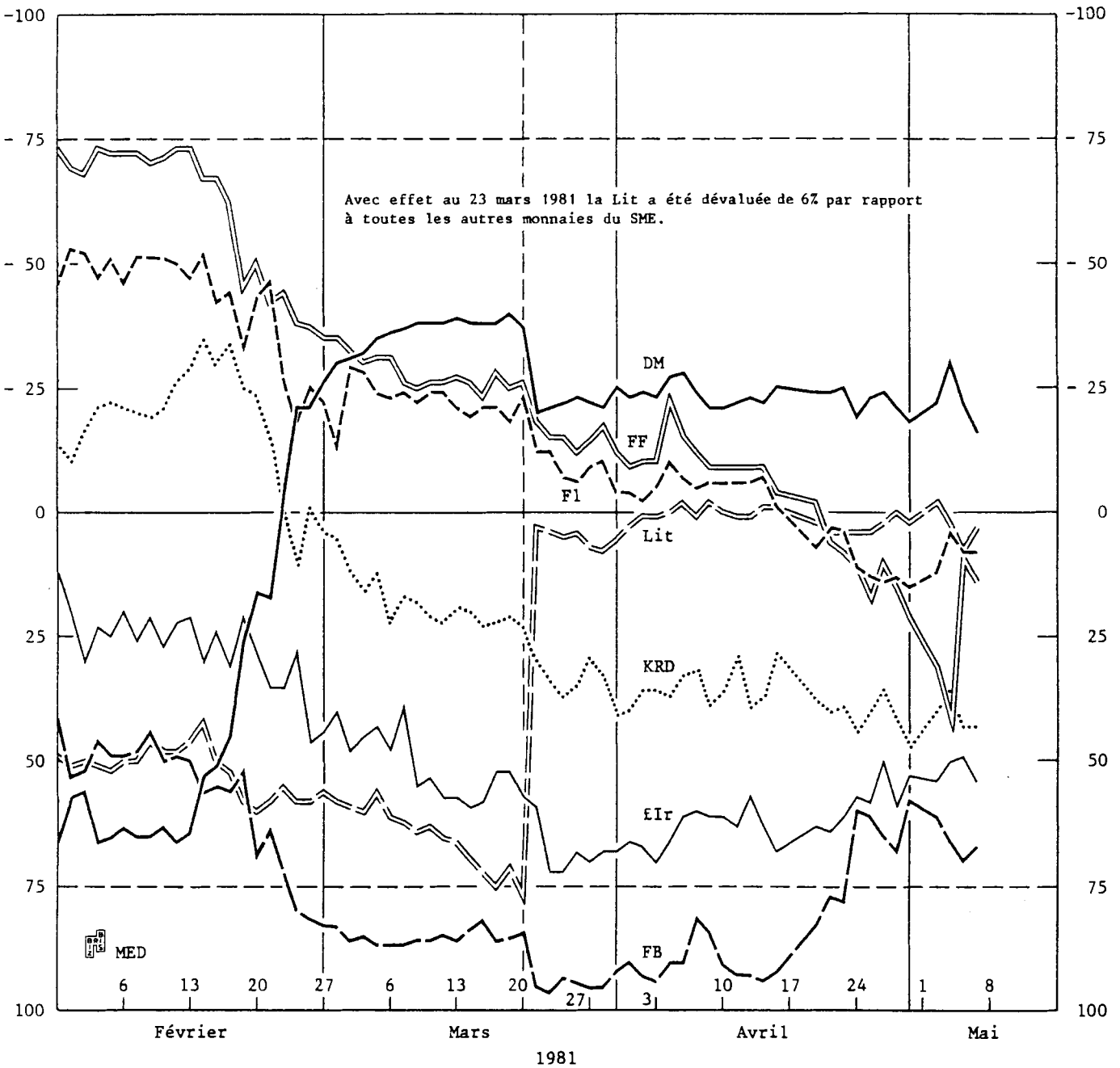
7 mai 1981

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



* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

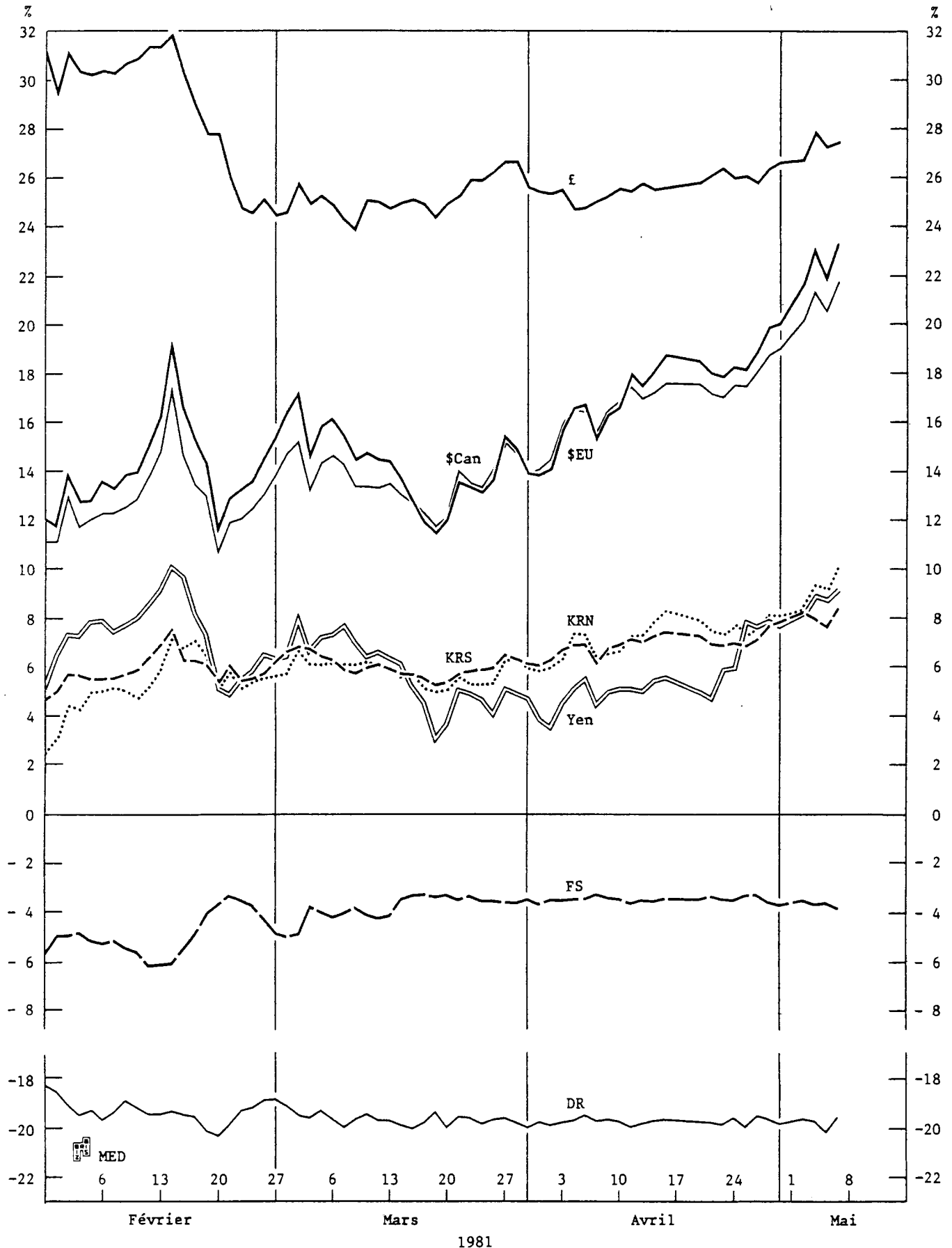
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

7 mai 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 MARCHÉ RELEVÉS 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.

7 mai 1981