

PROCES-VERBAL* DE LA 156e SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE DIMANCHE 14 JUIN 1981 A 15 h 30

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. Andersen, Mikkelsen et Dalgaard; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Schlesinger, Rieke, Kloft et von Rosen; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Zolotas, accompagné par MM. Chalikiás, Papanicolaou et Papageorgiou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Breen; 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 M. de Boer; le Directeur des Affaires monétaires à la Commission des Communautés européennes, M. Boyer de la Giroday, accompagné par MM. Kees et Louw; 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 155e séance

Le procès-verbal de la 155e séance, tenue le 12 mai 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 14 juillet 1981, et ne représentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Echange de vue 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 de mai et des premiers jours de juin 1981; Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE; Séries statistiques mensuelles

A. Exposé de M. Heyvaert et adoption du rapport destiné aux Ministres des Finances de la CEE

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

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et constate que le rapport est adopté par le Comité.

B. Discussion du Comité

M. de la Genière indique tout d'abord qu'il a dû, in extremis, renoncer à venir à Bâle pour la séance précédente, du mois de mai; il présente ensuite le commentaire résumé ci-après sur l'évolution de la situation monétaire en France.

Depuis le début de l'année et jusqu'au 19 février 1981, le franc français a été fort au sein du SME; cette force s'est traduite par le fait:

- que, très souvent, le franc était en première position dans la bande;
- que les taux d'intérêt ont pu être maintenus à un niveau particulièrement modéré, compte tenu du taux d'inflation en France d'une part, et des taux d'intérêt à l'étranger d'autre part;
- que des interventions substantielles ont été effectuées par la Banque de France et d'autres banques centrales du système, entraînant un afflux de devises dans les réserves officielles françaises de l'ordre de 2 milliards de dollars, du 1er janvier au 15 février.

Comme la Banque de France n'a pas suivi le relèvement sensible des taux d'intérêt, opéré par la Deutsche Bundesbank le 19 février, les mouvements de capitaux se sont inversés (les 2 milliards de dollars précédemment encaissés ont été reperdus en quelques semaines) et le franc français s'est retrouvé derrière le mark, en deuxième position, aux environs de la médiane de la bande.

C'est dans une telle situation moyenne que la France a abordé la campagne des élections présidentielles qui s'est étendue du 13 avril au 11 mai 1981.

Durant ces quatre semaines, le franc s'est lentement replié, ce repli ayant été contrôlé par des interventions qui ont atteint à nouveau 2 à 2,5 milliards de dollars. Ces interventions auraient pu n'être que temporaires, étant donné qu'un retournement spontané de la situation pouvait se produire. Mais cette perspective s'est estompée à partir du 11 mai : le franc s'est retrouvé brutalement au plancher de la marge et la Banque de France a dépensé 3 milliards de dollars pendant chacune des deux semaines qui ont suivi le 11 mai. La Banque de France a d'abord utilisé ses créances existantes dans le FECOM et a recouru ensuite au financement à très court terme pour des montants rapidement croissants, qui restent toutefois encore modérés à la mi-juin (environ 5 milliards de dollars).

Pour mettre un terme à ces sorties de capitaux, des mesures rigoureuses ont été prises, certaines dès le lendemain des élections présidentielles, comme le relèvement exceptionnel des taux d'intérêt à très court terme qui se trouvent actuellement aux environs de 20%. Des mesures de resserrement du contrôle des changes ont été introduites le 22 mai; elles portent d'une part sur le raccourcissement des délais pour les couvertures à terme des importations et pour les cessions de devises par les exportateurs; d'autre part sur la réinstitution du régime de la devise-titre qui interdit aux résidents d'acheter des valeurs étrangères en dépensant des devises. Ces mesures ont eu un effet quasi immédiat (les pressions sur le franc se sont pratiquement arrêtées et celui-ci est nettement remonté dans la bande), mais qui ne peut être que temporaire pour plusieurs d'entre elles. C'est le cas par exemple du raccourcissement des délais dont l'effet de soulagement sur le franc pourrait durer entre 6 semaines et 2 mois et demi, peut-être 3 mois. En revanche, le régime de la devise-titre tarifiera une source de sortie de devises tant qu'il sera appliqué. Le maintien de taux d'intérêt très élevés pour l'argent à court terme risque d'avoir des conséquences graves au-delà de quelques semaines pour l'équilibre financier des entreprises et l'activité économique. En outre, cette hausse s'est répercutée presque intégralement sur les taux d'intérêt obligataires, entraînant un blocage pratiquement complet de toutes les émissions.

Les mesures qui ont été prises par les autorités monétaires avaient comme objet principal d'arrêter une hémorragie de devises et de procurer aux nouvelles autorités politiques françaises le gain de temps pour procéder aux élections législatives et pour définir une politique économique cohérente. En effet, les mesures prises en mai doivent être relayées par une politique économique d'équilibre et, si celle-ci est compatible avec les objectifs de lutte contre l'inflation, de résorption du déficit extérieur et de contrôle de la masse monétaire interne, la période difficile pour la Communauté et le SME se terminera. Les efforts des autorités monétaires tendent vers la définition d'une politique économique d'équilibre et il n'y a aucune raison de penser, à l'heure actuelle, que le nouveau gouvernement français ne s'engagera pas avec détermination dans cette voie.

En conclusion de son exposé, M. de la Genière remercie tous ceux de ses collègues qui ont pris en compte les difficultés du franc français dans la gestion de leur propre politique monétaire intérieure, notamment en ce qui concerne les taux d'intérêt et le recours au financement à très court terme. Il s'agit là d'un exemple de bon fonctionnement de la coopération au sein du SME.

Le Président remercie M. de la Genière pour son exposé très complet et pour ses paroles aimables à l'égard de ses collègues.

M. Pöhl est reconnaissant à M. de la Genière des explications qu'il a fournies et souligne le fait important que, grâce aux mesures prises rapidement en France, une crise dans le SME a pu être évitée. Il est clair toutefois que de telles mesures ne peuvent être que temporaires car une extension du contrôle des changes entrerait en conflit avec les buts du SME. En effet, ce dernier vise non seulement à la stabilité des cours, mais aussi à un maximum de liberté de mouvement des capitaux. Le moment venu, il conviendra de réfléchir aux conséquences à plus long terme des mesures prises en France mais aussi de celles adoptées en Italie, qui contredisent les objectifs du SME. Au-delà de ces mesures, apparaît en effet la constatation plus importante qu'il n'a pas été possible, dans les pays participant au système, de ramener à des proportions plus modérées les divergences dans les taux d'inflation. Pour sa part, la République fédérale d'Allemagne est doublement préoccupée par cet environnement inflationniste qui rend de plus en plus difficile la préservation de son taux d'inflation

relativement modique, et par l'affaiblissement des monnaies du SME vis-à-vis du dollar.

M. Ciampi reconnaît que les mesures prises en Italie ne sont pas dans l'esprit à long terme du SME, mais ont été adoptées en raison de la gravité de la situation. Celle-ci se caractérisait notamment:

- par un énorme déficit du compte courant, sur une base "cash", environ 7 milliards de dollars durant les quatre mois de janvier à avril 1981, soit deux fois plus que pendant la période correspondante de 1980;
- par l'absence d'amélioration en mai, malgré le jeu habituellement favorable des facteurs saisonniers;
- par des interventions massives de soutien de la lire;
- par la brusque démission du gouvernement italien qui empêchait l'adoption rapide des mesures énergiques attendues.

Dans ces conditions, pour éviter une crise de première ampleur, les autorités italiennes ont pris, le 28 mai 1981, des mesures comportant notamment un dépôt obligatoire non rémunéré de 30% pour tout achat de devises par des résidents. Les autorités sont conscientes que cette disposition, qui a un triple effet sur la balance des paiements, sur la liquidité du système bancaire et sur la trésorerie des entreprises, a des répercussions défavorables pour la CEE et doit donc être supprimée aussitôt que possible, dès que les conditions intérieures le permettront.

M. Ciampi rappelle d'une part que le système de plafonnement des crédits continue d'être appliqué, d'autre part que, dans le dernier rapport annuel de la Banca d'Italia, il a insisté sur trois aspects pour lesquels il espère que le gouvernement italien prendra des mesures, à savoir le système de financement du déficit du Trésor par la banque centrale, la réduction du financement de l'ensemble du secteur public et la révision du mécanisme d'indexation.

M. de Strycker présente trois observations concernant la situation en France et les mesures prises telles qu'elles ont été clairement exposées par M. de la Genière.

1) La modification substantielle de la situation du franc français relève beaucoup plus de raisons psychologiques tenant au changement

politique que de raisons économiques fondamentales. Même si des incertitudes demeurent, on peut espérer qu'une politique de stabilisation sera adoptée en France.

2) Les mesures de contrôle des changes dont l'effet immédiat a été certain ne sont pas particulièrement rigoureuses: la raccourcissement des délais pour les achats et les cessions de devises n'est ni anormal ni grave, étant donné que chaque pays de la CEE a son propre régime à cet égard. Le système de la devise-titre est un peu plus anormal mais il ne porte pas atteinte à la liberté des transactions commerciales et des paiements qui s'y rattachent, ce qui est essentiel au sein de la CEE. Au total, bien qu'un peu exceptionnelles, les mesures françaises ne sont pas incompatibles avec le SME (celui-ci ne comporte d'ailleurs aucune règle dans les domaines touchés par ces mesures) et même si elles devaient être maintenues pendant un certain temps, ou adaptées, il n'y aurait pas de raison pour modifier la participation du franc français au SME.

3) la persistance de fortes divergences dans les taux d'inflation rendrait sans doute difficile, comme M. Pöhl l'a souligné, le maintien des parités actuelles au sein du SME. Mais les ajustements de courspivots sont parfaitement permis et peuvent même être nécessaires, à un certain moment, pour assurer le bon fonctionnement du système et la participation de tous ses membres.

III. Rapports à soumettre le 15 juin 1981 au Conseil des Ministres des Finances des pays de la CEE en réponse au mandat donné par ce dernier le 16 mars 1981: Dernière revue de la note sur la coordination des politiques de taux d'intérêt et de change à l'égard des pays tiers; Examen et adoption d'une note destinée aux Ministres à la suite de la discussion des Rapports No 46 et No 47 établis par le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert

1) Dernière revue de la note sur la coordination des politiques de taux d'intérêt et de change à l'égard des pays tiers

Le Président indique que la procédure pour le Conseil ECOFIN du 15 juin 1981 n'est pas encore fixée, c'est-à-dire que la question des relations entre la Communauté et les pays tiers pourrait être abordée soit lors du déjeuner ministériel, soit dans le cadre d'une session restreinte. En tout état de cause, il serait utile que les Gouverneurs se mettent d'accord durant la présente séance sur le texte de la note que le Président du Comité utiliserait comme trame d'une présentation probablement orale; il serait également utile que les Gouverneurs adoptent le texte de la seconde note dont la distribution aux Ministres devrait être faite demain lundi 15 juin 1981, en Conseil.

A l'invitation du Président, M. Loehnis présente brièvement la nouvelle version, datée du 14 juin, qui ne contient, par rapport au projet du 11 mai 1981, que quelques légères modifications mises au point par les Suppléants lors de leur réunion du dimanche matin.

M. Lamfalussy présente les graphiques qu'il a fait distribuer en séance sur le niveau et la variabilité de 4 taux d'intérêt américains: le taux des fonds fédéraux, le taux de l'euro-dollar à 3 mois, le taux des certificats du Trésor à 3 mois et un taux significatif du marché financier. Ces graphiques couvrent une période de 3 ans subdivisée en deux parties, avant et après octobre 1979, époque de la modification de technique opérationnelle de la Réserve Fédérale; ils confirment qu'à partir d'octobre 1979, le niveau moyen des taux s'est relevé sensiblement et une double volatilité sur des cycles de quelques mois et sur une base quotidienne (hebdomadaire dans les graphiques) s'est installée. Les graphiques montrent également que la variabilité des taux des fonds fédéraux s'est quasi intégralement répercutée sur les autres taux, y compris, ce qui était moins normal et attendu, ceux du marché financier à long terme.

M. Lamfalussy conclut en indiquant que les données confirment donc les considérations avancées dans la note du Comité et que, comme elles ne sont pas confidentielles, elles pourraient éventuellement être transmises aux Ministres si les Gouverneurs le souhaitaient.

M. Pöhl déclare qu'il n'est pas entièrement satisfait de la note et en particulier des 2e et 3e paragraphes. Sans vouloir faire des propositions précises d'amendement, il présente les remarques suivantes. Le 2e paragraphe donne l'impression qu'on suggère aux Américains d'intervenir davantage

sur les marchés des changes. En 1978, et 1979, les Etats-Unis sont intervenus pour soutenir leur monnaie. Actuellement, si les Européens pensent que le dollar est surévalué, ils peuvent, s'ils l'estiment nécessaire, intervenir pour réduire la dépréciation de leurs monnaies. Chaque pays du SME peut agir de la sorte (et dans la pratique agit) en tenant compte naturellement des conséquences sur les partenaires mais sans que la Fédérale puisse s'y opposer. Au contraire, celle-ci a collaboré en procédant par exemple à des ventes de dollars pour le compte de la Bundesbank après la fermeture des marchés européens. En fait, pour les pays du SME, les possibilités d'intervention sont limitées par l'état des réserves.

En ce qui concerne le niveau et la volatilité des taux d'intérêt à court terme américains (3e paragraphe de la note), on peut exprimer des regrets et des préoccupations mais on ne peut pas laisser entendre qu'ils sont la cause des tensions au sein du SME. Ces tensions ont d'autres raisons bien connues. D'une manière plus générale, il est malaisé de faire des recommandations aux Américains. Par exemple si on leur suggère un autre "policy mix", ils pourraient rétorquer que le déficit des finances publiques de la République fédérale d'Allemagne est le triple, en termes de produit national brut, de celui des Etats-Unis. Aussi semble-t-il préférable de se limiter à rappeler que les Etats-Unis, comme les autres pays, devraient continuer une lutte énergique contre l'inflation et que, dans cette lutte, les moyens monétaires sont indispensables mais ne doivent pas être uniques.

M. de la Genière indique qu'il n'est pas non plus entièrement satisfait de la note et en particulier de ses conclusions et recommandations qui lui paraissent trop faibles. Sans faire de propositions précises d'amendement, il expose les remarques suivantes. Les causes des difficultés rencontrées par les pays européens sont avant tout internes mais la politique monétaire américaine, dans sa configuration technique actuelle, introduit un facteur de perturbation et des conséquences défavorables tant dans les relations monétaires internationales

que dans la conduite de la politique économique et monétaire en Europe. En effet, le niveau des taux d'intérêt américains et leurs fluctuations ne correspondent ni aux réalités économiques fondamentales des Etats-Unis, ni aux relations ou différences économiques fondamentales entre ce pays et l'Europe. Etant donné, d'une part, qu'il n'est pas très correct de faire des recommandations aux Américains (pas plus qu'il ne serait correct qu'ils en fassent aux Européens), d'autre part que l'orientation générale de leur politique est certainement juste, on devrait au moins demander aux Etats-Unis qu'ils prennent en considération les conséquences de leur politique sur les pays de la CEE. Il est tout à fait improbable que les Etats-Unis changent leur politique et leur technique monétaires et il serait donc peu approprié de conseiller aux Ministres de partir en guerre à ce sujet; il n'en reste pas moins utile de dire et de redire aux Américains les conséquences néfastes pour l'Europe de leur politique.

Le Président observe qu'il n'est pas aisé d'exprimer dans un texte court toutes les préoccupations et les nuances des Gouverneurs; il souligne cependant que la note tend à décourager les Ministres de se faire trop d'illusions quant à la possibilité d'attaquer la politique monétaire américaine et à l'espoir de pouvoir l'infléchir. Il mentionne divers passages de la note qui illustrent l'extrême prudence des Gouverneurs (peut-être excessive aux yeux de certains Ministres) mais aussi les remarques qui pourraient être faites aux autorités des Etats-Unis dans le cadre d'un dialogue permanent.

M. Zijlstra partage l'opinion du Président et considère que la note fournira aux Ministres une vue raisonnable et réaliste de la situation sans leur suggérer de faire telle ou telle recommandation aux Américains. S'agissant de la politique d'intervention des Etats-Unis, M. Zijlstra pense qu'il y a bien eu un changement radical qui ramène à une attitude très proche de celle d'avant l'administration Carter. Plus généralement, toute l'administration actuelle apparaît convaincue que c'est en régulant la masse monétaire qu'on peut influencer les variables internes et externes. On peut être en désaccord total ou partiel avec cette doctrine - qui probablement à terme évoluera - mais ce qui est important, comme le dit la note, c'est de maintenir

un dialogue permanent avec les autorités américaines notamment sur les techniques monétaires et leurs conséquences ainsi que sur leurs améliorations possibles aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe.

M. Pöhl se rallie aux propos de M. Zijlstra sur le changement radical de la doctrine américaine mais il doit être entendu que le 2e paragraphe de la note est une partie analytique qui ne contient pas, même indirectement, un conseil ou une demande aux autorités américaines de reprendre les interventions sur le marché des changes. A la suite d'une remarque du Président sur le mandat que le Comité a reçu, M. Pöhl reconnaît qu'il peut être utile d'expliquer aux Ministres, d'une part, le changement intervenu aux Etats-Unis, à savoir la disparition d'une politique de taux de change et de taux d'intérêt et la prédominance d'une politique de régulation de la masse monétaire, d'autre part, les répercussions de ce changement sur les mouvements et les marchés des capitaux et sur les marchés des changes.

M. Ciampi considère que la note, qui a déjà été discutée en mai, est bonne dans l'ensemble. Si l'on veut tenir compte de certaines remarques exprimées aujourd'hui, on pourrait raccourcir le 2e paragraphe et le combiner avec le 3e paragraphe. En outre, il serait important d'attirer l'attention des autorités américaines non seulement sur les conséquences dommageables de la volatilité des taux d'intérêt sur le marché monétaire de New York (ce qui est dit à l'avant-dernier alinéa de la note, à la page 4) mais aussi du niveau moyen très élevé de ces taux.

M. Zolotas estime également que la note est bonne, utile pour les Ministres et que quelques petites retouches pourraient éventuellement lui être apportées. On pourrait par exemple indiquer d'emblée la justification des propos que l'on envisage de tenir aux Américains, à savoir le rôle prééminent des Etats-Unis dans l'économie mondiale et les répercussions qu'entraîne leur politique intérieure sur tous les autres pays et notamment ceux d'Europe.

M. Zolotas ne partage pas l'avis de M. Pöhl sur l'attitude américaine en matière d'interventions sur les marchés des changes; il pense que la Fédérale devrait intervenir lorsque le dollar monte trop fort et trop vite, et qu'elle devrait en faire autant, mais en sens

inverse lorsque le dollar se replie, pour lisser les cours. La Fédérale pourrait ainsi éviter ou corriger l'état de désordre presque permanent des marchés des changes qui est créé en grande partie par sa politique monétaire. Même si ce n'est désormais que d'une manière indirecte, les Etats-Unis mènent une politique de taux d'intérêt dont l'objectif est la régulation au jour le jour de la masse monétaire. Il semble qu'une politique de taux d'intérêt, moins à courte vue, permettrait d'aboutir à des résultats équivalents en termes de masse monétaire, en ayant des niveaux de taux plus bas et moins d'à-coups et de changements de directions dans les taux.

M. Murray considère que la note est bonne et équilibrée: elle déconseille aux Ministres de partir en guerre contre les politiques américaines et met en garde contre trop d'illusions à l'égard d'un succès. La citation, au 2e paragraphe de la note, de la nouvelle attitude américaine en matière d'interventions est un fait patent et elle ne comporte pas une invitation voilée à reprendre les interventions. M. Murray reconnaît comme ses collègues que les problèmes existant dans le SME ne sont pas imputables exclusivement à la politique américaine et qu'il convient donc, dans la présentation des vues du Comité, de ne pas susciter une impression erronée à ce sujet.

M. Lamfalussy estime que le texte de la note ne devrait pas être changé car il est très habile et évite deux écueils: d'une part, celui, souligné par M. Pöhl, de parler trop et de se rendre ridicule (en fait, la note ne présente pas d'alternative aux Américains et, même si elle en a présenté une, le résultat serait certainement identique), d'autre part, l'écueil cité par M. Zijlstra de se taire complètement devant le changement fondamental de politique aux Etats-Unis - utilisation d'une technique opérationnelle de la Réserve Fédérale et abstention d'interventions dans le marché des changes - qui reflète une philosophie politique qui ne tient pas compte de la répercussion de la politique monétaire interne aux Etats-Unis sur le reste du monde.

M. Boyer de la Giroday informe le Comité que les déclarations de M. Ortoli au Conseil ECOFIN du 15 juin iront dans un sens très voisin de celui de la note des Gouverneurs. Il rappelle qu'en novembre 1978 l'adoption d'une politique d'interventions active par la Fédérale

avait été accueillie très favorablement en Europe et notamment en Allemagne et qu'il est donc possible de changer d'avis, en présence de situations différentes, en ce qui concerne le caractère opportun ou inopportun des interventions sur les marchés des changes.

Le Président conclut la discussion du Comité en indiquant que, dans son intervention orale au Conseil, il s'appuiera sur la note et il tâchera aussi de tenir compte des opinions et des nuances qui ont été exprimées par les Gouverneurs.

2) Examen et adoption d'une note destinée aux Ministres à la suite de la discussion des Rapports No 46 et No 47 établis par le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert

Le Président rappelle que le Comité est convenu de remettre au Conseil par écrit une courte note qui, en se fondant sur les travaux du "Groupe Heyvaert", présente les conclusions des Gouverneurs sur les deux questions techniques que les banques centrales ont étudiées à la suite du mandat donné par le Conseil.

M. Loehnis indique que les Suppléants ont mis au point, dimanche matin, le texte de la note datée du 14 juin 1981 à partir d'un projet en date du 2 juin. Celui-ci avait été préparé par le Secrétariat sur la base des Rapports No 46 et No 47, et d'un premier échange de vues des Gouverneurs en mai. Les quelques changements apportés par les Suppléants au projet du 2 juin visent essentiellement:

- à faire ressortir que la "Fécomisation" des accords de swap avec la Fédérale ne serait d'aucune utilité pratique dans les circonstances actuelles et que même si la situation devenait plus propice elle soulèverait des réserves de principe (fondées sur des considérations de politique monétaire et des raisons pratiques) de la part de certaines banques centrales;
- à distinguer, à propos des possibilités d'amélioration ou de formalisation des arrangements ad hoc régissant les interventions intramarginales en monnaies communautaires, les différences de positions des Gouverneurs, certains étant prêts à faire usage de ces possibilités le moment venu, tandis que d'autres préfèrent le statu quo pragmatique actuel.

Tout en marquant son accord avec la note, M. Murray rappelle son souhait, exprimé en mai, d'avoir une discussion de fond sur la question des interventions intramarginales en monnaies communautaires; il espère qu'un tel débat pourrait avoir lieu, sinon en juillet, au moins dans un avenir pas trop éloigné.

Le Président prend note du souhait de M. Murray et constate l'accord général du Comité sur le texte de la note qui sera remise aux Ministres des Finances, lors de la séance du Conseil du 15 juin 1981 à Luxembourg.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

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

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi 14 juillet 1981 à 10 heures.

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

MAI 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 mai 1981 et les premiers jours de juin 1981.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Les marchés des changes ont été caractérisés en mai par une grande instabilité. Les faits majeurs de l'évolution peuvent se résumer ainsi:

- poursuite du raffermissement du dollar EU par rapport à toutes les grandes monnaies, à l'exception du dollar canadien,
- fortes pressions sur le franc français au cours des deux semaines qui ont suivi les élections présidentielles en France.

Le raffermissement du dollar EU a été dû à trois facteurs essentiels: la réponse positive des marchés à la détermination manifestée par l'administration Reagan de résoudre les problèmes de l'économie américaine alors que beaucoup d'autres pays industriels continuent de rencontrer des difficultés pour adopter des politiques qui inspirent confiance; la situation favorable de la balance des paiements courants par rapport à la plupart des autres pays industrialisés; enfin, la politique monétaire restrictive, qui a maintenu un écart fort important entre les taux d'intérêt américains et ceux de la plupart des autres pays industrialisés.

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

Fin mai, le taux débiteur de base se situait aux Etats-Unis à 20%, en augmentation de 2% environ depuis fin avril. A la même date, le taux des euro-dollars à trois mois était supérieur de quelque 10 1/4%, 8% et 5 1/4% respectivement aux taux japonais, suisse et allemand. Sous l'influence de ces facteurs, le dollar EU s'est fortement apprécié en mai vis-à-vis de la plupart des monnaies. Sa progression par rapport aux monnaies du SME a été en moyenne de 5,1% cependant que, par rapport aux autres grandes monnaies, elle ressortait à:

- 4% vis-à-vis du yen,
- 3,6% vis-à-vis de la livre sterling,
- 2,5% vis-à-vis du franc suisse.

A l'égard du dollar canadien, la hausse du dollar EU a été beaucoup plus faible (0,4%).

Le SME a connu une certaine stabilité au cours de la première semaine de mai, la bande de fluctuation n'ayant pas dépassé en moyenne 1 3/4% environ. Après les élections présidentielles françaises, des tensions se sont cependant exercées au sein du Système et, durant les deux semaines suivantes, la bande a atteint sa largeur maximale et le franc français a occupé la position la plus faible. Par la suite, sous l'effet des diverses mesures de soutien prises par les autorités françaises, le franc français s'est redressé dans le Système et les tensions se sont apaisées, la bande s'étant réduite à moins de 1 3/4% pendant la majeure partie de la dernière semaine du mois.

Bien que que le deutsche mark ait été la monnaie la plus forte du SME pendant la plus grande partie du mois, il a été cependant très faible par rapport au dollar EU et est tombé, le 27 mai 1981, à son niveau le plus bas depuis 4 ans. Cette évolution a été due pour une partie à la forte demande de dollars contre francs français, qui a eu pour effet de déprimer le cours du franc français contre deutsche mark jusqu'au cours inférieur d'intervention; en conséquence de cela, des interventions significatives DM/FF ont été effectuées par la Deutsche Bundesbank et la Banque de France. Les deutsche marks fournis au marché ont ensuite été convertis, pour la plus grande partie, en dollars EU et ainsi la hausse du dollar vis-à-vis du franc français s'est répercutée également sur le deutsche mark. En raison de la signification particulière de la relation dollar EU/deutsche mark pour les marchés, la hausse s'est finalement étendue également aux autres monnaies.

Malgré les amples fluctuations des taux d'intérêt américains, les taux d'intérêt allemands sont demeurés assez stables. La Deutsche Bundesbank a effectué des interventions substantielles en dollars EU, mais, étant donné la causalité décrite ci-dessus, elle n'a été en mesure que de freiner la hausse du dollar, mais non de la renverser.

A la suite des élections présidentielles, le franc français s'est trouvé au niveau inférieur de la bande du SME et a également franchi son seuil de divergence. Les deux semaines suivantes, la monnaie française, qui était soumise à de fortes pressions, est demeurée au plancher du Système. Entre-temps, les autorités prirent une série de mesures de soutien. Outre les interventions massives effectuées par la Banque de France et la Bundesbank, ces mesures comprenaient des changements dans la politique monétaire et une intensification du contrôle des changes. Le taux d'intervention de la Banque de France sur le marché monétaire ("taux directeur") fut porté par étapes au niveau record de 22% et le taux de l'argent au jour le jour atteignit 20%. De plus, le coefficient de réserves obligatoires des banques commerciales fut relevé et l'obligation de réserve de 5% sur les dépôts de non-résidents fut supprimée. Les dispositions spécifiques touchant la réglementation des changes comportaient l'instauration d'un régime de "devise-titre" et de nouvelles restrictions sur la durée de la couverture à terme. Ces mesures contribuèrent à atténuer les pressions qui s'exerçaient sur le franc français qui se redressa vivement au sein de la bande du SME; il finit le mois juste au-dessous du milieu de cette dernière, son indicateur de divergence (à 35) étant largement en deçà du seuil.

Aidé par des interventions modérées de soutien, le florin néerlandais a maintenu tout au long du mois une position se situant vers le milieu de la moitié supérieure de la bande du SME.

Poursuivant l'évolution amorcée à la mi-avril, le franc belge n'a été soumis à aucune pression au mois de mai. De ce fait, la Banque Nationale de Belgique a été en mesure d'acquérir des montants nets de monnaies étrangères sur le marché et de ramener, avec effet au 28 mai 1981, son taux d'escompte de 14% à 13% et son taux ordinaire d'avances de 16% à 15%.

La couronne danoise a dû être soutenue modérément pendant la première semaine de mai, puis s'est stabilisée et a fluctué assez étroitement durant le reste du mois aux alentours du milieu de la bande.

La livre irlandaise a continué d'évoluer vers le milieu de la moitié inférieure de la bande du SME, grâce cependant à d'importantes interventions de soutien. Cette faiblesse de la livre irlandaise a été due surtout au déficit élevé des transactions courantes.

Bien qu'elle ait fluctué entre le milieu et le sommet de la moitié supérieure de la bande de 2,25%, la lire italienne a manifesté une faiblesse tendancielle. Le 28 mai 1981, elle est tombée à un niveau jamais encore atteint à l'égard du dollar EU. La faiblesse de la lire a été due essentiellement à la détérioration de la balance des paiements courants et aux incertitudes politiques. En plus d'interventions assez substantielles, la lire a bénéficié du relèvement des taux d'intérêt et de l'instauration d'un système de dépôts à l'importation, qui contraint les résidents italiens à déposer pendant trois mois, sur un compte non rémunéré, un montant égal à 30% de la valeur de leurs transferts à l'étranger.

Si la livre sterling s'est améliorée de 1,4% environ vis-à-vis des monnaies du SME, elle a fléchi de 3,6% à l'égard du dollar EU.

Le yen japonais a suivi une évolution parallèle à celle de la livre sterling et s'est renforcé par rapport aux monnaies du SME, tout en fléchissant cependant de 4,0% par rapport au dollar EU.

En partie du fait que le rôle traditionnel du franc suisse en tant qu'autre réservoir de valeur a été reconnu de nouveau, la monnaie suisse s'est appréciée d'environ 2 1/2% par rapport aux monnaies du SME, mais elle a reculé de 2,5% vis-à-vis du dollar EU.

La drachme a enregistré une baisse de 5,3% par rapport au dollar EU et a régressé de 0,3% en moyenne à l'égard des monnaies du SME.

L'indice des taux de change effectifs de la couronne suédoise et de la couronne norvégienne est resté stable, et ces deux monnaies se sont raffermies par rapport aux monnaies du SME, alors qu'elles cédaient du terrain vis-à-vis du dollar EU. L'afflux continu de capitaux vers la Suède a permis à la Sveriges Riksbank d'acheter un montant net de devises sur le marché.

Le dollar canadien a fluctué dans des limites étroites par rapport au dollar EU, et n'a perdu que 0,4% sur l'ensemble du mois. Aussi la monnaie canadienne s'est-elle notablement appréciée par rapport aux autres grandes monnaies.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les interventions en dollars ont été beaucoup plus fortes en mai qu'en avril. Dans l'ensemble, il s'est agi de ventes nettes pour un montant de \$4,9 milliards, contre \$2,3 milliards en avril. Les ventes brutes de dollars ont atteint \$5,9 milliards (contre \$3,5 milliards en avril), tandis que les achats bruts de dollars se sont élevés à \$1,0 milliard (contre \$1,2 milliard en avril). A l'exception de la Banque Nationale de Belgique, qui a acheté de faibles montants nets de dollars, les banques centrales responsables des monnaies du SME ont toutes été vendeuses nettes de dollars, et notamment la Deutsche Bundesbank, la Banca d'Italia et, à un degré moindre, la Banque de France. En termes relatifs, les ventes nettes de dollars, effectuées par la Central Bank of Ireland, ont été également importantes. En dehors du SME, seule la Sveriges Riksbank a acquis un montant appréciable de dollars.

Comme en avril, la Federal Reserve Bank n'a effectué aucune intervention sur le marché en mai.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Les interventions nettes en monnaies communautaires se sont élevées à l'équivalent de \$5,4 milliards, montant sensiblement plus élevé que le total de \$2,2 milliards noté en avril. La quasi-totalité de ces interventions, soit \$5 milliards, a été effectuée aux limites d'intervention bilatérales entre le deutsche mark et le franc français, lorsque ce dernier s'est trouvé soumis à de fortes pressions au cours des deuxième et troisième semaines du mois. La Banque de France a financé l'essentiel de ces interventions en recourant au financement à très court terme.

* * *

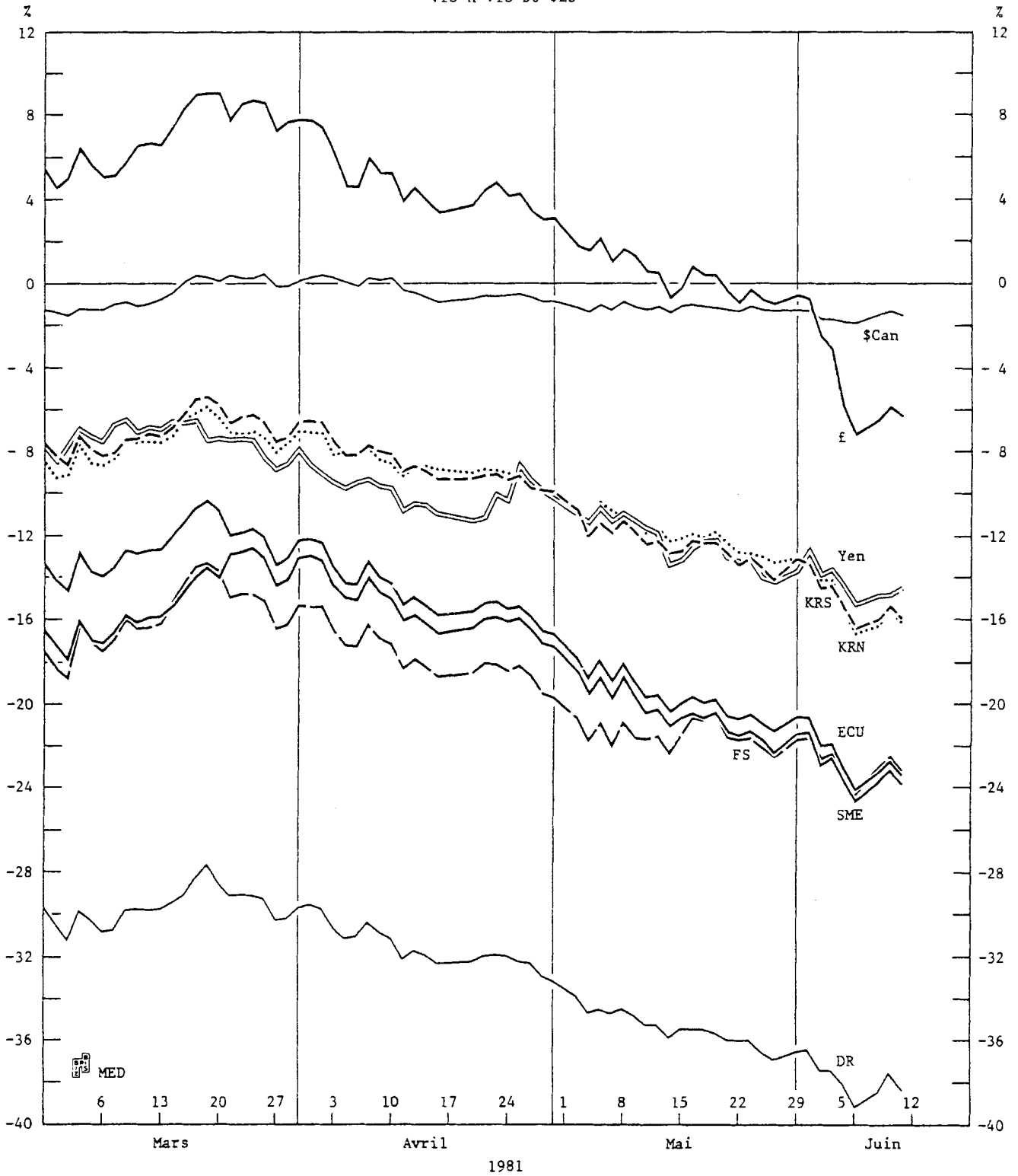
Une forte instabilité a régné sur les marchés des changes durant la première quinzaine de juin. Sur l'ensemble de la période, le dollar EU s'est apprécié par rapport à toutes les grandes monnaies. La vigueur persistante du dollar a été favorisée par la fermeté des taux d'intérêt en euro-dollars et les craintes suscitées par la situation politique en Pologne et au Moyen-Orient. L'appréciation moyenne du dollar EU par rapport aux monnaies du SME a été de 3,20%; elle a été moindre vis-à-vis du franc suisse et du yen (1,50% et 0,50% respectivement). La hausse de la monnaie américaine a cependant été plus spectaculaire à l'égard de la livre (6,0%), cette monnaie ayant fortement fléchi par rapport à toutes les grandes monnaies (2,70% en moyenne vis-à-vis des monnaies du SME et 4,30% et 5,30% respectivement à l'égard du franc suisse et du yen). Certains facteurs ont exercé une incidence néfaste sur la tenue de la livre, notamment l'écart important des taux d'intérêt en faveur de la monnaie américaine, le fléchissement du prix du pétrole et la possibilité d'une aggravation de la situation des paiements courants du Royaume-Uni.

Le SME a confirmé d'être exempt de tension. Sur l'ensemble de la période, les positions relatives des monnaies ne se sont guère modifiées, mais la bande s'est légèrement élargie, de 1,73% à 1,86%. Vendredi le 12 juin, la Banque Nationale de Belgique a réduit son taux pour les avances spéciales de 17% à 16%.

Les interventions nettes, représentant des ventes de dollars EU, se sont élevées à \$1,0 milliard environ. Les vendeurs nets les plus importants ont été la Banca d'Italia et la Bank of England. Les interventions en monnaies communautaires ont été très modiques et ont représenté principalement des rachats de deutsche marks effectués par la Banque de France à l'intérieur des marges.

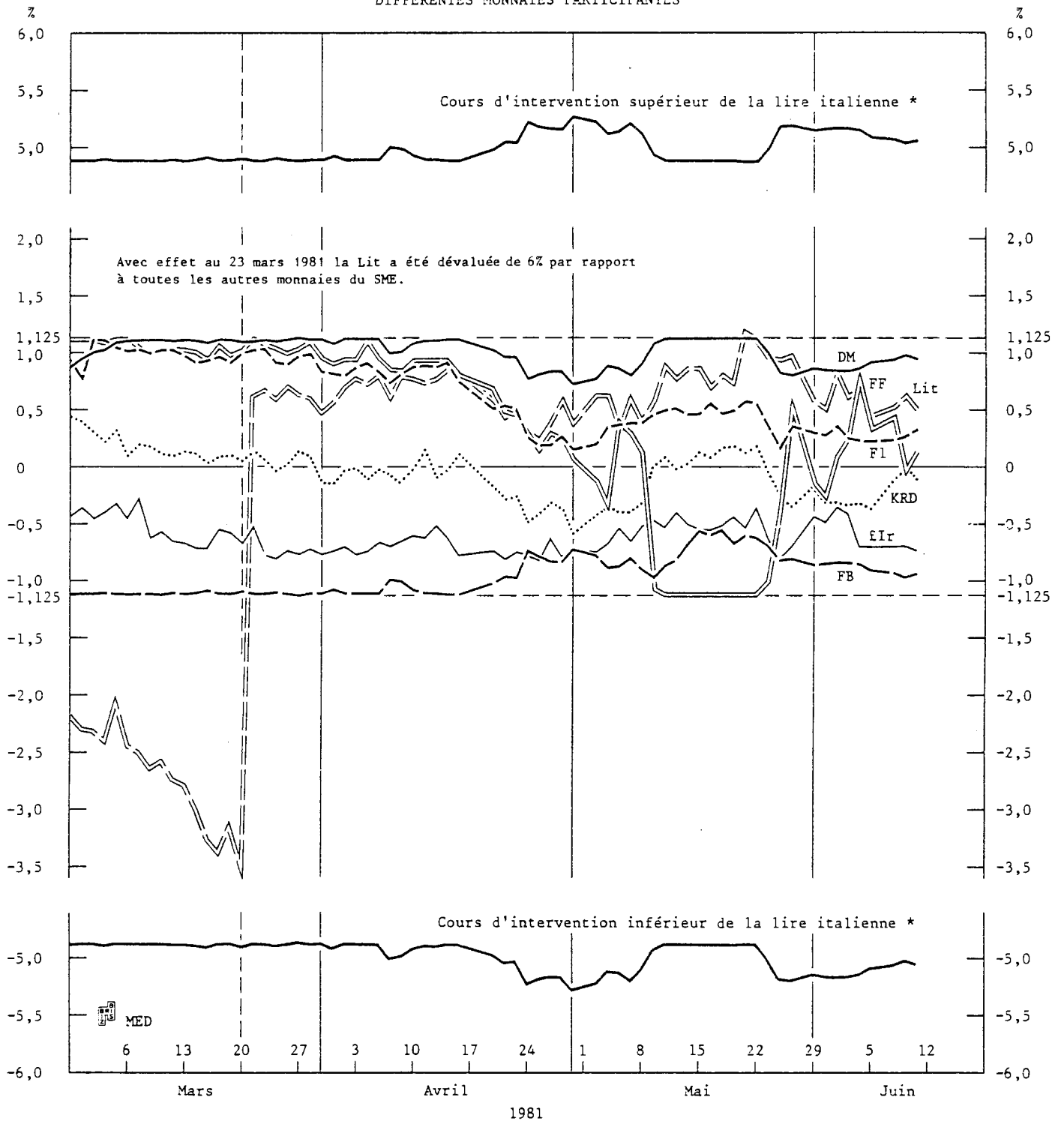
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978

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.

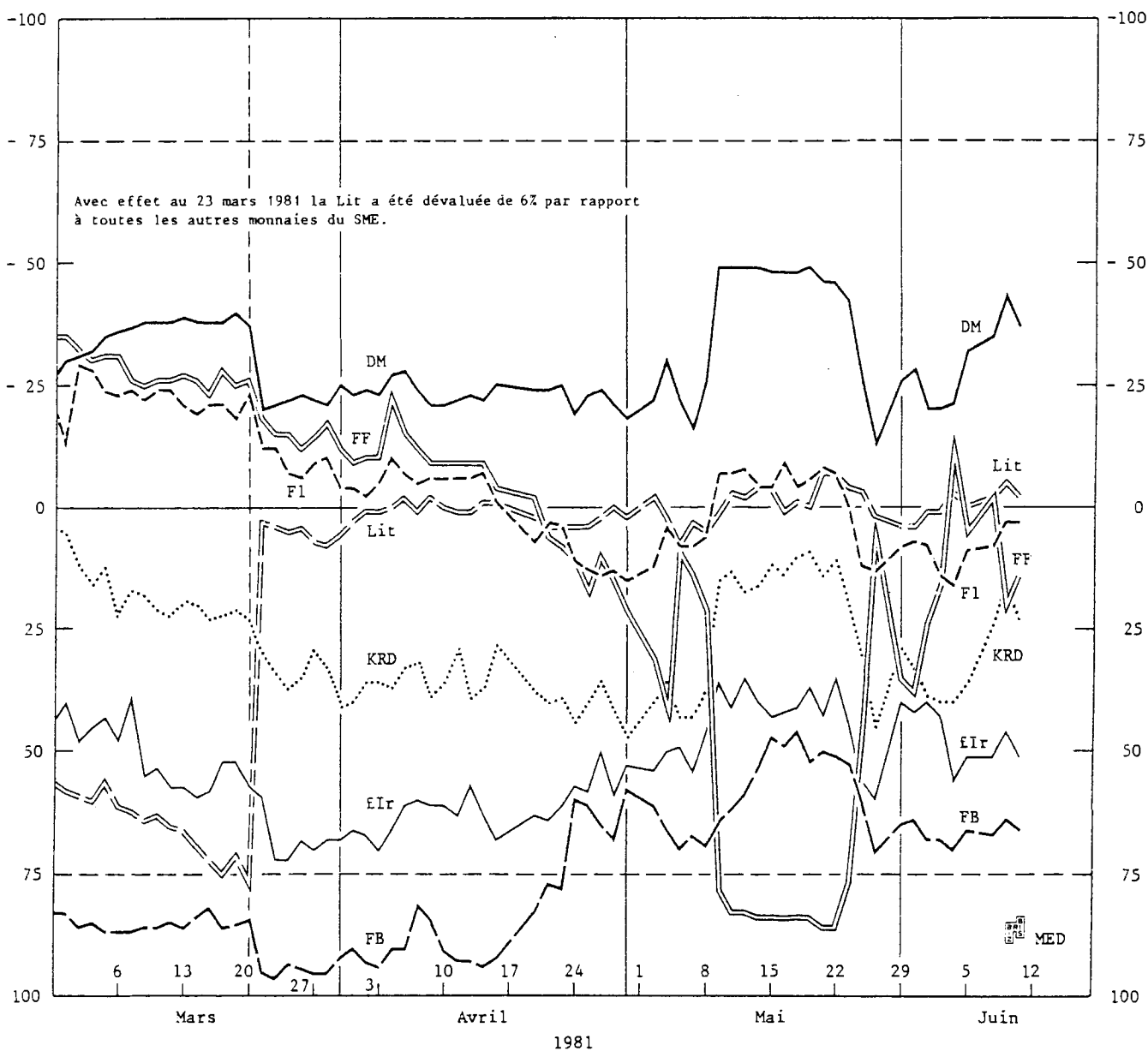
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

11 juin 1981

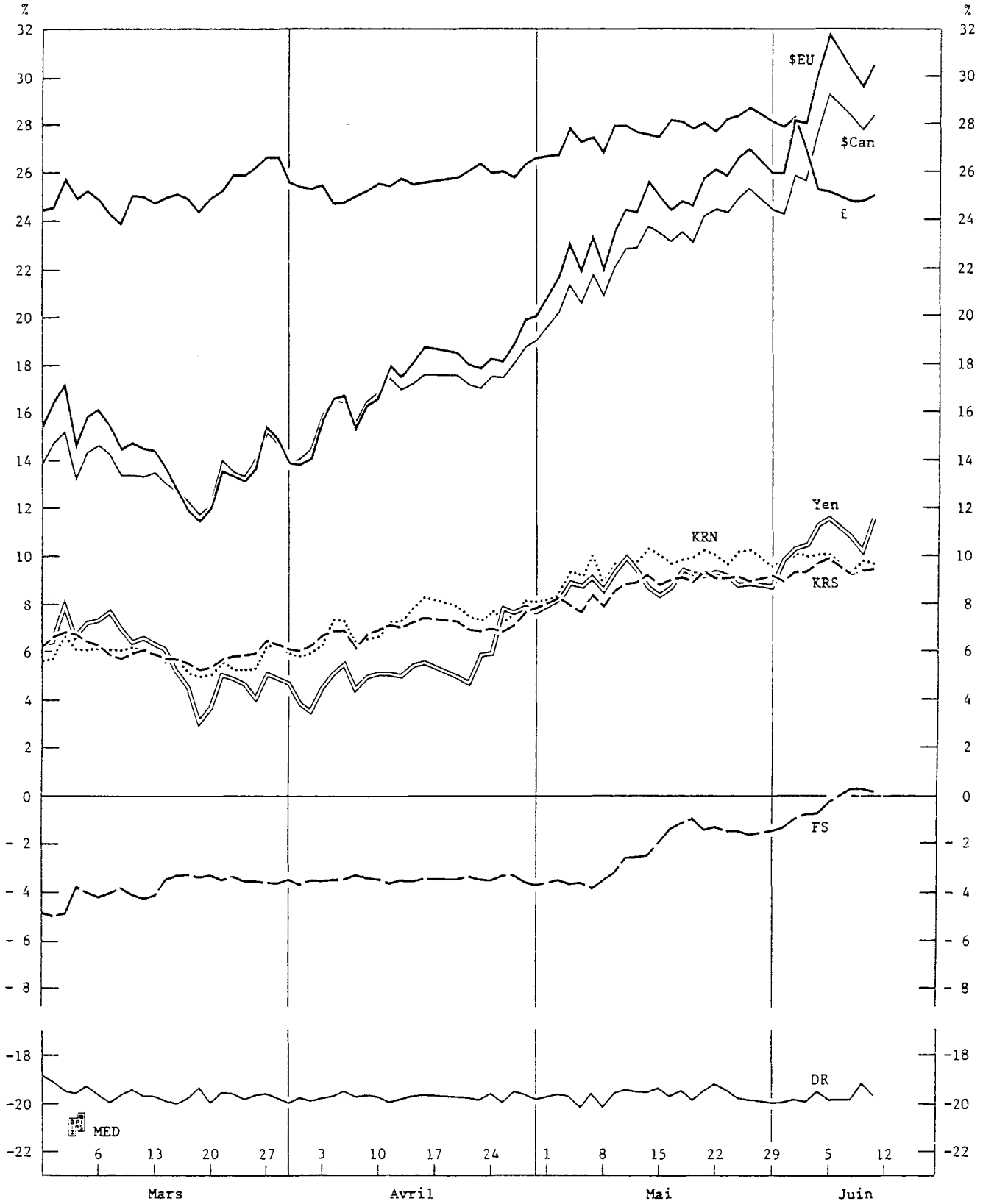
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

11 juin 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.