

PROCES-VERBAL* DE LA 158e SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 8 SEPTEMBRE 1981 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Holland; 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 Kloft; 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 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 MM. Szász, Duisenberg et de Boer; le Directeur Général des Affaires économiques et financières à la Commission des Communautés européennes, M. Padoa-Schioppa, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assistent en outre MM. Heyvaert et Raymond, Présidents des groupes d'experts. 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.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Duisenberg qui participe pour la première fois à une réunion du Comité en sa qualité de Directeur de la Nederlandsche Bank.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 10 novembre 1981, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 157e séance

Le procès-verbal de la 157e séance, tenue le 14 juillet 1981, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intra-communautaire 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 des mois de juillet et d'août et des premiers jours de septembre 1981
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE
- Série statistiques mensuelles

A. Exposé de M. Heyvaert et adoption 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.

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

B. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy indique que son propos est de placer les variations de cours de change des derniers mois dans une perspective historique un peu plus longue qui est illustrée par trois graphiques (ceux-ci sont distribués en séance et annexés au présent procès-verbal). Ces graphiques, en particulier le III, comportent des incertitudes statistiques; en outre, certains d'entre eux sont légèrement différents de ceux que publie le Fonds Monétaire International.

L'analyse porte essentiellement sur la relation dollar/DM et peu sur l'évolution des monnaies au sein de la Communauté, car il est clair que la faiblesse relative du deutsche mark vis-à-vis du dollar a été un facteur

important dans la stabilité relative à l'intérieur du SME; si cette situation devait se retourner, il y a de grandes chances que cette stabilité disparaisse. Le graphique I sur le taux de change bilatéral dollar/DM montre une baisse abrupte et rapide de cette dernière monnaie depuis la mi-1980. Le graphique II donne une image un peu différente en ce sens que le taux de change effectif du dollar s'est fortement apprécié (25% environ depuis un an) mais que celui du deutsche mark ne s'est pas tellement déprécié, notamment depuis le début de 1981. Ce phénomène est dû au fait que le commerce extérieur est différent pour les Etats-Unis et pour l'Allemagne. En outre, le taux de change effectif du dollar se retrouve maintenant au même niveau que fin 1972 alors que celui du deutsche mark reste encore supérieur de plus de 30% à ce niveau.

Les éléments fournis par le graphique II ont toutefois un intérêt limité et l'attention doit être portée sur le graphique III qui incorpore un ajustement pour les différentiels d'inflation, le calcul des taux de change réels étant fait en termes de coûts unitaires du travail. On constate alors que le taux de change réel du deutsche mark au mois d'août 1981 se situe au dessous du niveau de fin 1972 (le deutsche mark a en quelque sorte "digéré" sa forte appréciation grâce à la moindre inflation et à la progression relativement impressionnante de la productivité du travail en Allemagne). Si on se replace dans le contexte de fin 1972 où on attendait une appréciation du deutsche mark qui a effectivement eu lieu, on pourrait prévoir, sur cette base de compétitivité relative, une répétition du scénario. Sur cette même base, les prévisions d'une baisse pour le dollar sont moins claires puisque l'appréciation a été très forte depuis fin 1980, sans retrouver toutefois le niveau d'appréciation excessive de fin 1972.

C. Discussions du Comité

M. de Strycker fait observer que l'évolution des taux de change des monnaies, particulièrement les plus importantes, a été surtout influencée ces derniers temps par l'évolution des taux d'intérêt. Il demande à M. Lamfalussy si l'on peut préciser le moment où ce phénomène relativement récent est apparu, étant donné qu'auparavant l'évolution des taux de change était davantage déterminée par celle des taux d'inflation, des balances des paiements ou d'autres éléments.

En se référant au graphique I, M. Lamfalussy indique que c'est surtout en 1980 que le taux bilatéral dollar/DM a été influencé par les taux d'intérêt. En effet, depuis le début de 1981, le deutsche mark s'est fortement déprécié vis-à-vis du dollar alors que les différentiels de taux d'intérêt n'ont pas changé sensiblement durant cette période. D'autres facteurs, de caractère politique "Reagan", "Pologne" ou économique, comme le doute sur le redressement de la balance courante allemande, ont joué un plus grand rôle. Il n'en demeure pas moins que l'influence des taux d'intérêt reste très réelle au jour le jour.

M. de la Genière note que dans le graphique III, la dispersion des courbes et leur croisement fréquent pendant la période couverte (près de 9 ans) semble être un argument qui va à l'encontre de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat.

M. Lamfalussy reconnaît que cette théorie ne joue pas à court terme et que le court terme peut s'étendre sur plusieurs années. La grande exception sur ce graphique est constituée par la livre sterling pour laquelle le pétrole a joué probablement un rôle fondamental qui a fait "déraper" la signification de la parité des pouvoirs d'achat. D'autre part, on ne peut pas attacher à celle-ci une capacité ou valeur de prévisions sérieuses, ce qui justifie la prudence avec laquelle on doit dire que le niveau actuel du deutsche mark annonce un retournement.

En poursuivant la même ligne de pensée, M. de Strycker indique que le graphique III aurait été très différent si les coûts unitaires du travail avaient été remplacés par les prix des produits exportés; la différence aurait été particulièrement nette pour le Royaume-Uni compte tenu de l'évolution du prix du pétrole exporté.

M. Lamfalussy partage cet avis et ajoute que si l'on prenait les prix de gros entrant dans le commerce international, les courbes seraient relativement plates puisque ces prix s'ajustent automatiquement ou quasi-automatiquement dans un pays à la dépréciation ou à l'appréciation externe de la monnaie. En réponse à une suggestion de M. de la Genière, M. Lamfalussy reconnaît que le graphique III - dont la lecture est assez difficile étant donné les divers éléments qui le composent - fournit plutôt une mesure de la compétitivité des économies et qu'à cet égard l'Allemagne semble être aujourd'hui dans une position légèrement meilleure qu'à la fin de 1972.

M. Gleske note qu'on aboutit à la même constatation que celle que M. Lamfalussy a faite sur la base des coûts unitaires du travail si l'on prend d'autres critères tels que les prix à la consommation, les prix de gros ou les prix à l'exportation. La compétitivité de l'économie allemande s'est donc probablement améliorée par rapport à 1973. La balance des paiements courants enregistre également une amélioration depuis avril 1981 par suite principalement d'une forte augmentation des exportations et d'une régression, en termes réels, des importations, notamment dans le secteur pétrolier. Même s'il n'est pas sûr que la balance courante restera aussi favorable lorsque la conjoncture s'améliorera, la tendance actuelle pourrait durer encore un certain temps. La balance commerciale s'est particulièrement améliorée avec les pays de l'OPEP, les pays du tiers monde et aussi ceux de la CEE (avec certains de ces derniers, l'amélioration est très accusée depuis un an et demi). Il semble donc probable qu'indépendamment des taux d'intérêt le deutsche mark va "décoller" et reprendre une force relative dans le SME qui pourrait faire naître des tensions dans le système.

M. de la Genière constate que le graphique III repose essentiellement sur trois variables, à savoir les taux de change effectifs, les taux de salaires et les taux de productivité et que la dispersion des courbes au milieu de 1981 conduit à penser qu'un ajustement pourrait se faire par l'une de ces trois variables.

M. Lamfalussy partage cette interprétation du graphique III et précise que le point de départ choisi - fin 1972-début 1973 - correspond à la période précédant les grandes perturbations monétaires qui n'était pas une situation d'équilibre car le dollar était alors considéré comme sur-évalué et le deutsche mark sous-évalué.

M. Padoa-Schioppa estime que les mouvements de taux de change qui sont pronostiqués - à savoir le renforcement du deutsche mark et les tensions dans le SME - comportent des incidences intracommunautaires qui retiennent toute l'attention de la Commission et qui ont amené celle-ci à entreprendre un certain nombre d'actions. Ainsi, en juillet, la Commission a adressé des recommandations aux Gouvernements belge et italien, à propos de leur politique nationale et a présenté au Conseil une communication sur le principe de l'indexation. Ces actions ont été motivées par la conviction que les tensions à l'intérieur de la Communauté sont devenues plus fortes et qu'elles risquent de se renforcer considérablement si rien

n'est fait. Il convient par exemple, alors que les objectifs monétaires pour 1982 vont bientôt être fixés, d'agir davantage sur les coûts, les prix et les budgets si l'on veut notamment poursuivre, l'an prochain, la convergence vers des taux de croissance monétaire plus lents que ceux qui ont été observés depuis l'instauration du SME.

M. Zolotas indique que le grand intérêt des graphiques présentés par M. Lamfalussy tient en particulier à l'accent mis sur les éléments fondamentaux (coûts du travail, productivité, pouvoir d'achat, etc ...) qui donnent le profil d'une économie et qui, en fin de compte, conditionnent largement les taux de change même si pendant certaines périodes l'influence des taux d'intérêt peut être prédominante. Ce genre de réflexion mérite d'être faite systématiquement et pourrait aussi être menée dans les différents groupes de travail.

Le Président clôture le débat sur les questions de taux de change en remerciant M. Lamfalussy pour la stimulation intellectuelle qu'il a apportée à la discussion et en reconnaissant avec M. Zolotas qu'il convient d'examiner de temps à autre le rôle des éléments fondamentaux qui est parfois temporairement masqué par des influences à plus court terme. Le Président ajoute qu'il n'a pas mis expressément à l'ordre du jour la coordination des politiques de change à l'égard du dollar car il considère que les Gouverneurs en ont parlé presque à chaque séance depuis le début 1981 et qu'ils se sont ainsi largement acquittés de leur engagement moral d'en discuter au moins deux fois par an.

D. Exposés sur des mesures ou situations nationales

M. de la Genière donne quelques explications sur les mesures de réglementation des taux d'intérêt qui ont été prises en France au début de septembre. La France connaît depuis très longtemps une réglementation des taux d'intérêt créditeurs des banques. La zone réglementée concerne essentiellement l'épargne à vue ou à très court terme et, au-delà de cette zone, les taux créditeurs sont libres et ont en fait tendance à s'aligner sur les taux du marché monétaire. Lorsque ces taux, jusqu'en avril ou mai, étaient relativement modérés, le passage de la zone des taux réglementés à celle des taux libres n'entraînait pas de distorsion importante. Le relèvement très sensible des taux du marché monétaire en avril et en mai a produit une coupure et un effet de seuil

perturbateur dans la hiérarchie des taux d'intérêt. Il a donc été jugé nécessaire de créer entre les deux secteurs, réglementé et libre, une zone intermédiaire. Cette nouvelle réglementation ne vise ni à instaurer ce que l'on a appelé du terme barbare de déconnexion des taux intérieur et extérieur, ni à forcer une baisse des taux débiteurs des banques; toutefois, en réduisant le coût du financement des banques, elle a permis à celles-ci de baisser légèrement leur taux de base ou "prime rate".

En réponse à des questions de M. Hoffmeyer sur la possibilité en France pour les gros dépôts d'être placés sur le marché monétaire qui est libre et de M. Lamfalussy sur les obstacles à la création en France d'un "money market Fund" qui feraient des placements sur le marché monétaire, M. de la Genière précise que la nouvelle réglementation ne touche pas les dépôts des non-résidents qui restent entièrement libres, que seules les banques et entreprises assimilées peuvent placer ou emprunter des fonds sur le marché monétaire, celui-ci étant uniquement un marché inter-bancaire.

M. Ciampi présente quelques indications sur la balance des paiements italienne qui a subi des modifications importantes au cours des derniers mois. Pendant les cinq premiers mois de 1981, les comptes courants ont enregistré un déficit "cash" de 7,3 milliards de dollars qui a été largement couvert par une forte diminution, \$5,5 milliards, des réserves de la banque centrale. Le dépôt obligatoire de 30% imposé aux paiements extérieurs en mai a drainé 5.500 milliards de lires durant la période juin-août. A partir du mois de juin, la balance des paiements s'est améliorée sous l'effet de ce dépôt et des facteurs saisonniers bien connus et un excédent "cash" de \$1,2 milliard a été enregistré dans les comptes courants en juin et juillet. Les réserves de change se sont ainsi redressées de \$5 à \$9 milliards fin août. L'amélioration de la balance commerciale n'a pas suffi à compenser la dégradation des termes de l'échange; en outre, compte tenu de l'évolution saisonnière défavorable durant les prochains mois, l'abrogation du dépôt obligatoire ne devait être faite que progressivement si l'on veut limiter les effets néfastes sur la lire.

III. Adoption de la version du Rapport spécial sur les politiques d'endettement extérieur des pays de la CEE, qui a été préparée pour la transmission au Comité monétaire

Le Président rappelle que le Comité, lors de sa séance du 14 juillet, est convenu de procéder à une légère révision du rapport spécial du "groupe Raymond" en vue de sa transmission au Comité monétaire. Cette révision a comporté deux phases:

- des amendements, proposés d'une part par certaines banques centrales, d'autre part par M. Raymond et le secrétariat pour tenir compte de remarques faites par des membres du Comité lors de la séance du 14 juillet, ont été incorporés dans la version du rapport, datée du 11 août 1981;

- des observations complémentaires ont été faites sur cette dernière version et deux d'entre elles soulevaient des problèmes qui ont été réglés par les Suppléants.

A l'invitation du Président, M. Raymond présente brièvement les amendements qui ont été incorporés dans la version datée du 11 août 1981.

1. Certaines modifications sont de l'initiative du président du groupe d'experts et du secrétariat qui ont voulu tenir compte des débats du Comité des Gouverneurs du 14 juillet. Il s'agit notamment:

- aux pages 3 et 4 (version française) d'une modification de l'ordre des paragraphes et de l'inscription de développements insistant sur les inconvénients et les risques de l'endettement extérieur,

- aux pages 6 et 7 (version française) de compléments mineurs pour préciser que l'intervention des pouvoirs publics comme emprunteur permet à ceux-ci de choisir le bon échelonnement des échéances et pour indiquer que l'endettement en monnaie nationale fait supporter un risque de change par le prêteur alors que le risque pour l'emprunteur en monnaies étrangères peut être réduit en diversifiant les monnaies d'emprunt,

- à la page 12 (version française) de la suppression du dernier paragraphe qui soulignait la responsabilité, dans la plupart des pays, des Ministères des Finances en matière de politique d'emprunt à l'étranger. Il reste néanmoins entendu que le Comité des Gouverneurs et le groupe d'experts suivront la conclusion qui figurait dans ce paragraphe, à savoir que lors des rapports semestriels des indications seront fournies sur l'évolution de ces politiques.

2. Quelques amendements proviennent de demandes de banques centrales; la plupart sont mineurs et de caractère rédactionnel; deux émanant de la Central Bank of Ireland aux pages 10 et 12 (version française) ont fait l'objet de discussions et de nouvelles propositions de la part des Suppléants.

M. Loehnis informe le Comité que, lors de leur réunion du 7 septembre, les Suppléants ont examiné les quelques amendements que certaines banques centrales souhaitaient apporter à la version du rapport révisée en date du 11 août 1981 et ont trouvé un accord pour les deux points qui soulevaient des difficultés. Une courte note, en date du 8 septembre 1981, qui a été distribuée aux Gouverneurs en séance, expose les nouvelles rédactions qui sont proposées aux pages 10 et 12 (version française).

Le Président constate l'accord du Comité et en particulier de MM. Murray et de la Genière sur ces nouvelles rédactions. Le texte du rapport destiné au Comité monétaire est adopté par le Comité des Gouverneurs et pourra donc être établi et transmis par le secrétariat. Le Président remercie à nouveau M. Raymond et le groupe d'experts pour le travail remarquable qu'ils ont accompli et qui comportera un "suivi".

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

Le Président rappelle que cet échange de vues est mis traditionnellement à l'ordre du jour de la séance de septembre; il pense qu'il y a peu de choses à dire cette année-ci et constate que les Gouverneurs n'ont pas de remarques à formuler.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Adoption formelle du "base rate" comme le taux de la Bank of England à utiliser en conformité avec les articles 8 et 19 de l'Accord du 13 mars 1979 sur le SME

Le Président rappelle que, depuis le 20 août 1981, dans le cadre du nouveau système de contrôle monétaire appliqué au Royaume-Uni, la Bank of England ne publie plus de manière continue de "minimum lending rate", taux qui correspondait pour la Bank of England au taux d'escompte officiel

ou au taux assimilé qui sont retenus pour les autres banques centrales de la CEE dans le calcul du taux d'intérêt visé aux articles 8 et 19 de l'Accord du 13 mars 1979 sur le SME. Afin de pouvoir continuer à faire ce calcul, M. MacMahon a proposé, dans une lettre adressée le 12 août aux Gouverneurs de la CEE au nom du Gouverneur Richardson, de remplacer dès fin août le "minimum lending rate" par le "base rate" de la Bank of England, taux qui se rapproche le plus du taux d'escompte officiel des autres banques centrales. Cette proposition de la Bank of England n'a pas fait l'objet de remarques des banques centrales et le Comité décide d'inscrire dans le présent procès-verbal la mention suivante: "Les Gouverneurs des banques centrales de la CEE conviennent que le "base rate" de la Bank of England sera désormais retenu, en remplacement du "minimum lending rate", comme le taux d'intérêt de cette banque centrale entrant dans le calcul du taux d'intérêt visé aux articles 8 et 19 de l'Accord du 13 mars 1979 fixant entre les banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne les modalités de fonctionnement du Système monétaire européen. "

- Echange de vues sur les arrangements possibles pour des consultations entre les Gouverneurs dans le cas de changements des cours-pivots au sein du SME

A l'invitation du Président, M. Loehnis présente brièvement les suggestions et conclusions des Suppléants qui sont exposées dans une note en date du 7 septembre 1981. Cette note, remise aux Gouverneurs à Bâle, répond à la demande exprimée par les Gouverneurs en avril 1981 après la dévaluation de la lire italienne; elle n'offre pas de conclusions définitives car certains problèmes techniques liés au réseau téléphonique No 2 restent encore ouverts. Dans leur document, les Suppléants soulignent qu'ils ne proposent ni d'instaurer une nouvelle procédure formelle de consultation, ni d'amender la procédure officielle existante; ils se limitent à suggérer une approche pragmatique pour répondre au souci de consultation préalable, sur un plan bilatéral ou multilatéral, qu'éprouveraient les Gouverneurs. De telles consultations apparaissent parfaitement compatibles avec la procédure officielle mais, compte tenu des réserves exprimées par le représentant de la Commission, les Gouverneurs devraient être clairs à ce sujet et éventuellement informer le Conseil des Communautés européennes.

Les Suppléants soulignent également dans leur note la nécessité d'une information aussitôt que possible lorsqu'un réalignement est envisagé; ils sont toutefois quelque peu divisés sur la question de savoir si les consultations devraient être multilatérales ou bilatérales. Ceux qui sont en faveur de ces consultations bilatérales ont avancé la plus grande liberté d'échange, alors que les autres Suppléants préconisaient des consultations multilatérales par souci notamment d'efficacité et de gain de temps. Pour ces consultations, qui nécessiteront de toute manière une série d'appels bilatéraux pour avertir les intéressés, le réseau téléphonique No 2 a fait l'objet de divers essais et travaux sous la direction de M. Heyvaert. Certaines faiblesses ou insuffisances sont apparues et les tests vont être poursuivis au niveau des cambistes afin d'aboutir à une qualité satisfaisante avant de procéder au niveau des Gouverneurs et Suppléants, avec le risque, du fait des raccordements supplémentaires, d'obtenir une qualité moindre. Au chapitre II, 4 de la note les Suppléants esquissent une procédure possible pour les consultations multilatérales.

M. Loehnis conclut son exposé en indiquant que M. Padoa-Schioppa a fait valoir que le besoin et l'urgence de consultations préalables en cas de réalignement au sein du SME seraient probablement moins évidents si les Gouverneurs profitaient davantage de leurs séances mensuelles pour se pencher sur les évolutions qui peuvent être attendues dans le domaine des changes pour les semaines à venir.

Le Président estime que deux points essentiels des travaux des Suppléants méritent d'être retenus:

- Le premier point concerne le principe de consultations bilatérales ou multilatérales en cas de réalignement. Ce principe est tout à fait naturel et raisonnable. En effet, il ne s'agit pas d'une nouvelle procédure formelle ou d'un amendement à la procédure existante mais simplement d'un moyen pragmatique pour les Gouverneurs de connaître et d'échanger leurs réactions et de se préparer ainsi aux réunions officielles auxquelles ils sont appelés à participer à qualité.

- Le second point touche à l'organisation matérielle d'une consultation multilatérale. Celle-ci pose encore des problèmes et exige de toute manière une série d'appels bilatéraux; aussi, en attendant que la consultation multilatérale soit rendue plus facile et plus rapide, pourrait-on conserver une procédure bilatérale. Il reste que la banque centrale en cause devrait informer ses partenaires le plus tôt possible afin notamment que le Comité puisse, s'il le fallait, tenir une véritable réunion.

M. Padoa-Schioppa tient à souligner qu'il n'y a pas d'inquiétude du côté de la Commission pour ce qui est des procédures formelles. Il souhaite seulement attirer l'attention des Gouverneurs sur la nécessité d'avoir une coordination suffisante pour que les procédures communautaires fonctionnent correctement. En effet, pendant les quelques heures que constituent un week-end au cours duquel un réalignement est discuté, les événements doivent se dérouler de manière ordonnée. Si les Gouverneurs entendent avoir un échange de vues multilatéral, ils devront prévoir un horaire qui n'entre pas en conflit avec une procédure se déroulant parallèlement, par exemple au Comité monétaire; si, en outre, ils aboutissent à un avis, celui-ci devrait être porté à la connaissance du Comité monétaire.

Le Président rappelle qu'il s'agit pour l'instant d'étudier les possibilités d'une consultation multilatérale. Dans l'immédiat, les Gouverneurs s'en tiendront au bilatéralisme étant entendu que les Suppléants sont invités à continuer leurs études en vue de dire, le moment venu, s'il est possible de tenir une consultation multilatérale sans tous les problèmes actuels.

- Echange de vues sur la fixation des quotes-parts futures de l'Espagne et du Portugal dans le système de soutien monétaire à court terme

M. Loehnis rappelle que dans le cadre de l'adhésion de la Grèce à la Communauté une certaine confusion a entouré la procédure de fixation des quotes-parts de la Banque de Grèce dans le soutien monétaire à court terme. En vue d'éviter la répétition d'une telle situation pour l'Espagne et le Portugal qui vont bientôt aborder cette question dans les négociations d'adhésion, les Suppléants ont examiné une note en date du 2 septembre 1981 de la Bank of England. Au point 5 de cette note, une procédure est proposée; les représentants de la Commission ont pris bonne note et ont dit qu'ils en tiendraient compte. Il s'agit en effet d'une approche pragmatique de nature à éviter les embarras du cas de la Grèce, étant entendu que les quotes-parts elles-mêmes devraient normalement suivre les plafonds d'engagement qui seront retenus pour le concours financier à moyen terme. Le Comité monétaire va bientôt examiner ceux-ci sur la base d'un document déjà diffusé par la Commission; le Comité des Gouverneurs pourrait donc ensuite se saisir, par exemple à la séance de novembre, des quotes-parts espagnoles et portugaises dans le soutien monétaire à court terme.

M. Padoa-Schioppa indique qu'il va étudier à Bruxelles la procédure proposée dans la note de la Bank of England sur laquelle il n'a pas de réflexions très précises dans l'immédiat. La Commission a effectivement adressé un document au Comité monétaire relatif au concours à moyen terme qui présente des propositions chiffrées établies en fonction d'un mélange de critères. En prenant pour base les Pays-Bas et la Belgique/Luxembourg qui ont les mêmes pourcentages, le plafond d'engagement de l'Espagne serait égal à 1,25 fois cette base et celui du Portugal à 0,25 fois. Le Comité monétaire devrait se saisir de la question du concours à moyen terme en septembre ou octobre. Le Comité des Gouverneurs pourrait ensuite être informé des conclusions atteintes par le Comité monétaire.

Le Président prend note de la déclaration de M. Padoa-Schioppa et propose que le Comité des Gouverneurs revienne en novembre sur cette question des quotes-parts de l'Espagne et du Portugal dans le soutien monétaire à court terme.

- Réunion informelle des Ministres des Finances des pays de la CEE à Londres les 30 et 31 octobre 1981

Le Président indique que dans la mesure où l'ordre du jour de cette réunion sera consacré aux questions budgétaires, ce qui semblait être l'idée au début de septembre, il ne voit pas un grand intérêt pour les Gouverneurs à participer à cette réunion. Il pourrait bien sûr en aller différemment si des sujets concernant directement les banques centrales étaient mis à l'ordre du jour.

- Présidence du Comité des Gouverneurs

Le Président rappelle que son mandat vient à échéance à la fin de l'année et que dans le passé les règles de désignation du Président ont été appliquées peut-être trop stricto sensu. Diverses règles peuvent être imaginées aboutissant à des résultats contradictoires ou peu favorables. Cette fois-ci, si l'on se réfère à l'ancienneté dans le Comité (à l'exclusion des Gouverneurs qui ont déjà été Présidents) et à la banque centrale qui a été le plus longtemps absente de la Présidence, on obtient une convergence heureuse en la personnalité du Gouverneur Ciampi.

Le Président constate l'accord des Gouverneurs pour désigner le Gouverneur Ciampi Président du Comité pour une durée normale du mandat à savoir un an du 1er janvier au 31 décembre 1982. Il ajoute qu'une

courte note pourrait être distribuée ultérieurement afin que les Gouverneurs examinent, d'ici la fin de l'année, s'ils veulent, au-delà du mandat de M. Ciampi, adopter une règle de roulement très précise ou conserver le système assez flexible qui a été appliqué jusqu'à présent.

M. Ciampi se déclare très touché par la proposition faite par le Président Richardson et remercie vivement tous ses collègues pour la confiance qu'ils lui manifestent. Il ajoute que c'est toutefois une malchance de succéder à M. Richardson car il remplit sa mission d'une manière tellement remarquable que la comparaison ne peut tourner qu'au désavantage du successeur.

Avant de passer au dernier point de l'ordre du jour, le Président déclare que c'est hélas la dernière fois que les Gouverneurs ont le plaisir de voir siéger au Comité le Gouverneur Murray. Au nom de ses collègues il adresse à celui-ci toute l'appréciation et l'estime pour la contribution extrêmement précieuse qu'il a toujours apportée aux travaux du Comité. Des raisons graves de santé ont empêché M. Murray de participer à quelques réunions au début de l'année, mais très vite et très courageusement il est revenu aux séances; le Comité tout entier lui souhaite beaucoup de satisfaction et de bonheur pour l'avenir.

M. Murray indique qu'il est très sensible aux remarques du Président qu'il ne mérite pas. Il se souviendra toujours avec plaisir de son appartenance au Comité, de l'expérience qu'il y a accumulée et de l'esprit très particulier des banques centrales de la Communauté qu'il y a trouvé. Il souhaite beaucoup de succès et longue vie au Comité. Il tient aussi à remercier le secrétariat qui a toujours joué un rôle très apprécié et précieux; étant dans une île derrière une île au large du continent européen, la Central Bank of Ireland tient beaucoup à cette tête de pont avec le secrétariat toujours courtois et efficace.

Le Président ajoute que le Comité doit aussi hélas faire ses adieux à M. Boyer de la Giroday; il remercie celui-ci pour sa participation aux travaux du Comité qui a été toujours très assidue, très active et d'une parfaite courtoisie. Le Président renouvelle tous ses vœux et ceux du Comité à MM. Murray et Boyer de la Giroday.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

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

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

JUILLET ET AOUT 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 les mois de juillet et d'août 1981 et les premiers jours de septembre 1981.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Les marchés des changes ont été actifs tout au long du mois de juillet et sont devenus exceptionnellement nerveux et par moments erratiques en août. Le niveau des taux d'intérêt aux Etats-Unis et l'incertitude quant à l'évolution de ces taux dans l'avenir proche ont encore constitué le facteur dominant, bien que d'autres événements économiques et politiques aient également joué un rôle, notamment les tensions en Pologne et au Moyen-Orient et les discussions sur les prix du pétrole au sein de l'OPEP.

Le dollar EU a continué à se raffermir en juillet, étant donné que les taux d'intérêt sont demeurés élevés malgré la multiplication des signes de ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis. Il s'est légèrement replié à la mi-juillet lorsque le recul persistant des agrégats monétaires a suscité l'espoir d'une réduction des taux d'intérêt et que les chiffres provisoires du PNB pour le deuxième

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

trimestre de 1981 ont confirmé le ralentissement de l'économie américaine. Les espoirs d'une baisse imminente des taux d'intérêt se sont toutefois atténués lorsque la "Réserve Fédérale" a réaffirmé son attachement à une politique monétaire restrictive, et encore plus après l'approbation du projet de réduction fiscale de l'administration américaine. La recrudescence des tensions en Pologne s'est traduite par un raffermissement du dollar, qui a atteint un nouveau sommet au cours de la deuxième semaine d'août. Ces gains ont cependant été vite annulés par les ventes précipitées qui eurent lieu le 12 août, sous l'effet de la crainte que les taux d'intérêt américains n'aient atteint leur point supérieur d'inflexion. Le dollar a ensuite regagné une partie du terrain ainsi perdu mais s'est à nouveau replié vers la fin d'août, en raison du recul des taux des "federal funds", et n'a fait apparaître finalement qu'une appréciation globale d'environ 1 1/2% par rapport aux monnaies du SME au cours de la période des deux mois sous revue.

Les monnaies du SME, comme les autres monnaies, ont enregistré d'amples fluctuations à l'égard du dollar. La largeur de la bande entre la monnaie la plus forte du SME (DM) et la plus faible (principalement le franc belge) a atteint par moments son maximum autorisé au cours des mois de juillet et août, souvent sous l'effet de spéculations sur un réalignement au sein du SME à l'approche du week-end.

La monnaie la plus forte de la bande de 2 1/4% a encore été le deutsche mark dont l'indicateur de divergence a dépassé pendant un bref laps de temps le niveau de 70 à la fin d'août. Les importations de capitaux, à la fois privés et officiels, et les progrès enregistrés dans le secteur extérieur ont contribué à la vigueur relative du deutsche mark au sein du SME, bien que la monnaie allemande ait continué à s'affaiblir par rapport au dollar, et l'on a noté des interventions substantielles en dollars au début du mois d'août.

Le franc belge a été la plupart du temps la monnaie la plus faible du SME, traduisant ainsi la préoccupation des marchés des changes au sujet de la situation des paiements courants de la Belgique, du déficit du secteur public et des risques d'accentuation de l'inflation. Il a

atteint momentanément sa limite d'intervention inférieure par rapport au deutsche mark et a dû être soutenu dans une mesure non négligeable.

Les pressions sur le franc français ont été moindres au mois de juillet: il a occupé la troisième position au sein du SME pendant la deuxième semaine du mois, à 1/4% seulement en dessous du deutsche mark. En conséquence, le taux d'intervention de la Banque de France sur les effets à 7 jours est revenu de 22%, niveau record, à 18 1/2%. En août, l'évolution du franc a été plus irrégulière, étant donné que les opérateurs ont pris des positions courtes avant les week-ends en prévision d'un éventuel réalignement au sein du SME. Cependant, grâce à de modestes interventions intramarginales et à des ventes plus substantielles de dollars, le franc s'est stabilisé et n'a été que rarement en dernière position dans la bande.

La livre irlandaise est demeurée dans la moitié inférieure de la bande, en raison de l'absence d'amélioration de la balance des paiements et de l'intensification des pressions inflationnistes. La couronne danoise est restée aux environs du milieu de la bande du SME pendant les mois de juillet et août, tandis que le florin s'est maintenu dans la partie supérieure de la bande tout au long des deux mois.

La lire s'est trouvée la plupart du temps en deuxième position, devenant même la monnaie la plus forte du système pendant la première quinzaine d'août; elle s'est toutefois affaiblie dans les deux derniers jours d'août et a enregistré, sur l'ensemble des deux mois, une dépréciation de quelque 2% par rapport au dollar, contre une dépréciation moyenne d'environ 1 1/4% pour les autres monnaies du SME.

Les préoccupations au sujet du niveau des prix du pétrole et l'absence de signes positifs de reprise économique ont continué d'être les principaux facteurs de dépression du cours de la livre sterling, qui a davantage fléchi vis-à-vis du dollar (environ 4%) que les autres monnaies, malgré un relèvement des taux d'intérêt à court terme en juillet.

La drachme a baissé de quelque 2,0% par rapport au dollar EU et est restée en général stable à l'égard des monnaies du SME.

Le yen a fortement chuté à l'égard du dollar (et des monnaies du SME) à la fin de juillet. Il a cependant regagné en août la majeure partie du terrain perdu, grâce notamment à une reprise des entrées de capitaux sur le marché des valeurs mobilières, ce qui lui a permis de n'enregistrer qu'une dépréciation globale de 1 1/4% à l'égard du dollar.

Le fléchissement des taux d'intérêt résultant d'un accès relativement facile au crédit de la banque centrale semble avoir été la cause principale de la baisse du franc suisse (plus de 4% par rapport au dollar et 2 1/2% environ par rapport aux monnaies du SME).

La couronne suédoise a fléchi légèrement au cours de la période sous revue, lorsque la demande nette de devises - reflétant le déficit sous-jacent de la balance des paiements courants - a commencé à exercer ses effets sur le marché.

La couronne norvégienne ne s'est affaiblie que de 3/4% à l'égard du dollar et s'est renforcée en moyenne d'un pourcentage à peu près égal vis-à-vis des monnaies du SME.

Les marchés s'étant montrés préoccupés par les perspectives d'évolution de la balance canadienne des paiements et par l'écart grandissant entre les taux d'inflation aux Etats-Unis et au Canada, le dollar canadien a nettement baissé, pour atteindre au début du mois d'août son niveau le plus faible par rapport au dollar depuis cinquante ans. Il s'est toutefois redressé à la suite d'une nouvelle augmentation des taux d'intérêt à court terme et d'un tassement du dollar EU, pour clôturer quasiment au niveau atteint fin juin par rapport au dollar EU, s'appréciant d'environ 1 1/2% vis-à-vis des monnaies du SME.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les interventions en dollars ont été sensiblement plus importantes en juillet et en août. En juillet, les ventes nettes ont atteint au total \$EU 3,3 milliards, les ventes brutes s'étant élevées à \$EU 4,9 milliards et les achats bruts à \$EU 1,6 milliard. Les principaux vendeurs nets ont été la Banque du Canada, la Banque du Japon et la Bank of England. En août, les ventes nettes ont atteint \$EU 4,2 milliards,

les ventes brutes s'étant élevées à \$EU 6,5 milliards et les achats bruts à \$EU 2,3 milliards; les principaux vendeurs nets ont été la Deutsche Bundesbank, la Banque de France et la Banque Nationale de Belgique.

Comme au cours des mois précédents, la "Réserve Fédérale" n'est pas intervenue sur le marché, ni en juillet ni en août.

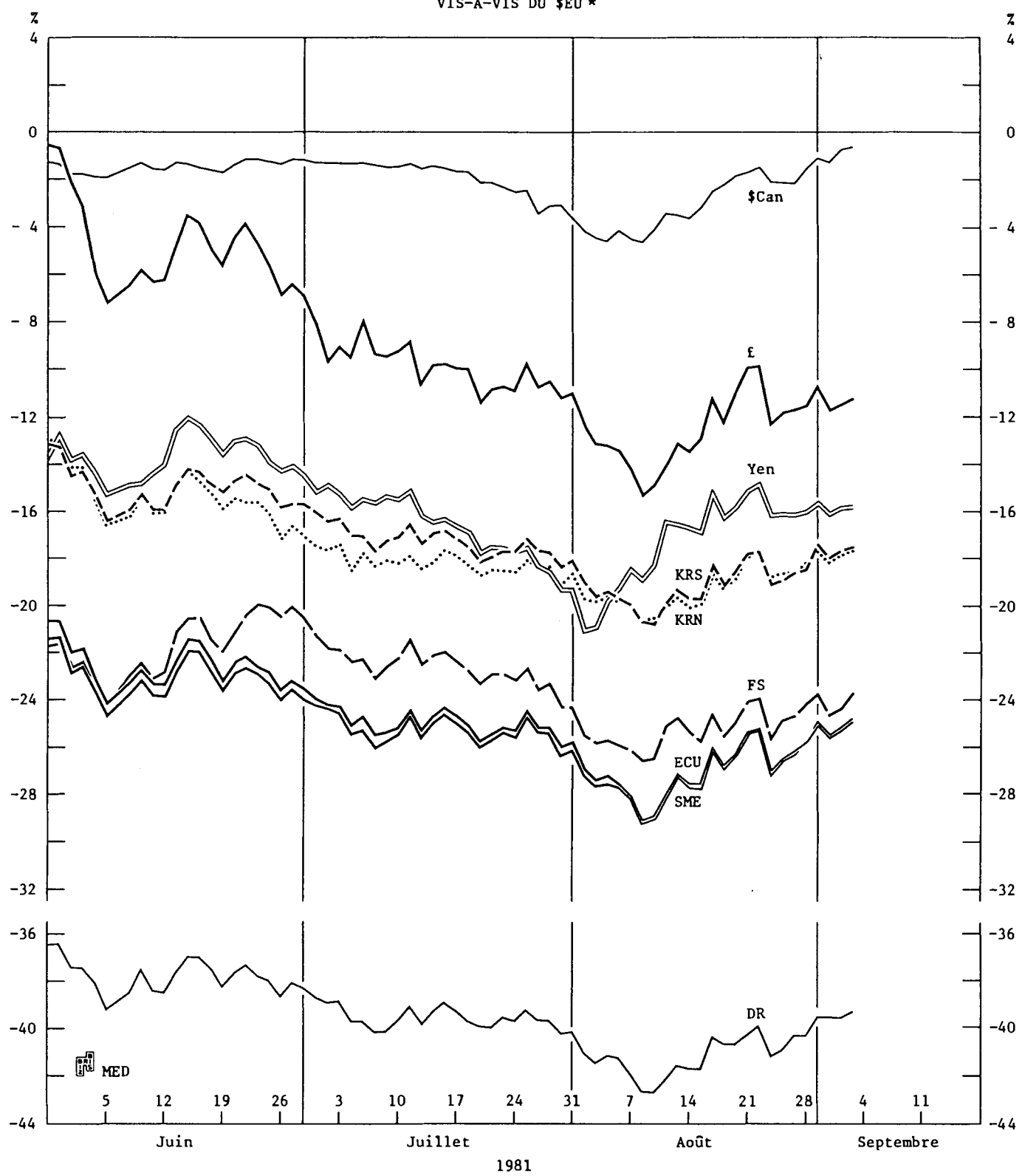
III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Au total, les interventions en monnaies communautaires ont atteint l'équivalent de \$EU 0,6 milliard en juillet et de \$EU 0,3 milliard en août. Au cours des deux mois, les interventions ont eu lieu principalement à l'égard du deutsche mark, mais les interventions obligatoires n'ont représenté qu'environ 30%. Les interventions intramarginales ont consisté en achats et ventes de deutsche marks effectués par la Banque de France, la Banque Nationale de Belgique et la Nederlandsche Bank.

* * *

Le dollar EU s'est à nouveau affaibli durant les premiers jours de septembre à la suite de l'annonce d'une diminution importante de la masse monétaire et étant donné les préoccupations croissantes concernant l'ampleur du déficit budgétaire. Des capitaux ont commencé à refluer vers le deutsche mark ainsi que vers le franc suisse après le relèvement, le 1er septembre, des taux d'escompte et d'avances sur titres en Suisse. La bande de fluctuation du SME s'est à nouveau élargie, frôlant parfois le maximum autorisé et quelque soutien a été apporté au franc belge et au franc français. La livre sterling est restée relativement faible. Le dollar canadien s'est raffermi fortement à la suite de l'annonce de l'accord intervenu entre le gouvernement fédéral et le gouvernement d'Alberta sur la fixation du prix du pétrole.

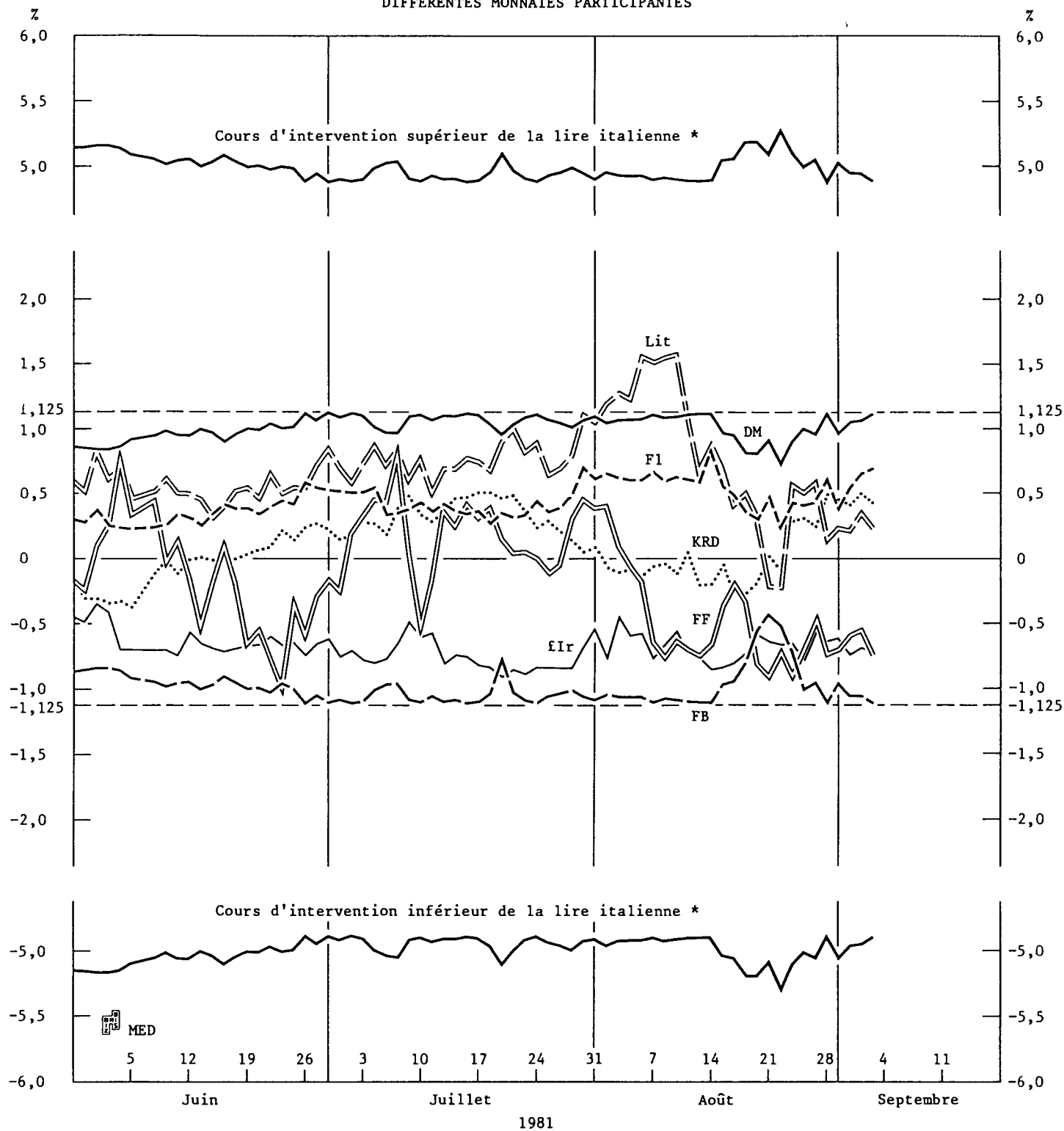
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978
 VIS-A-VIS DU \$EU *



* 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.

3 septembre 1981

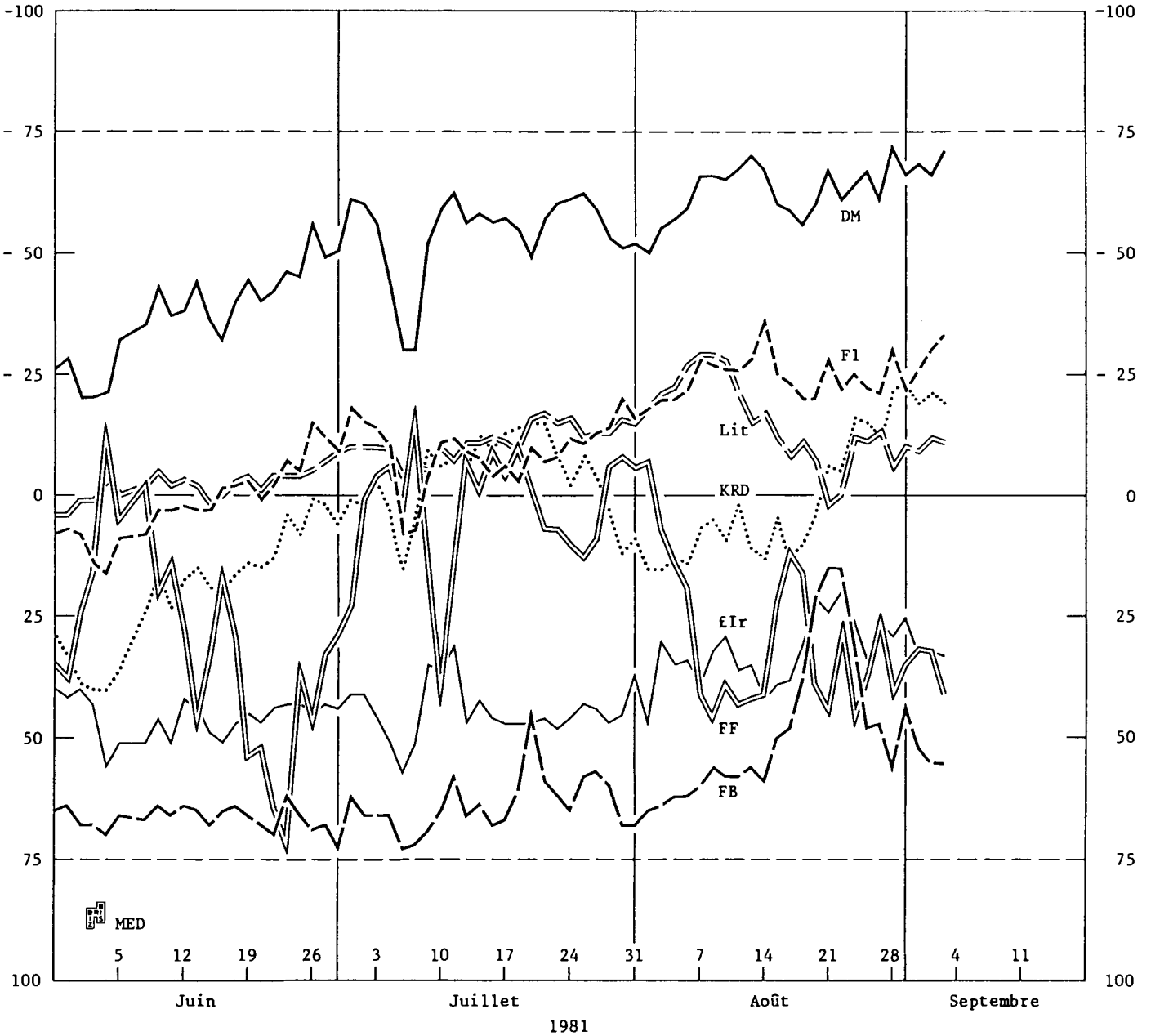
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

3 septembre 1981

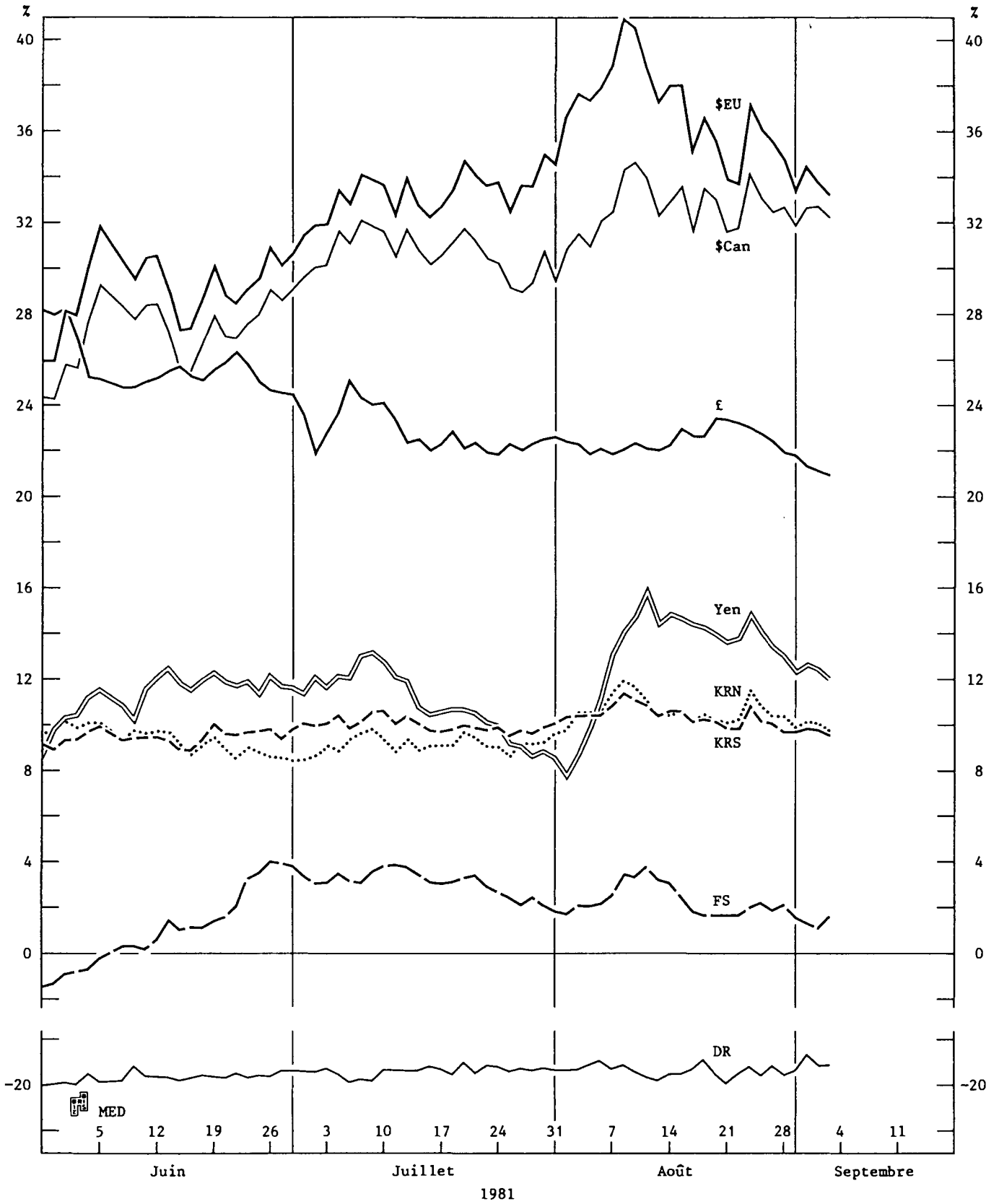
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

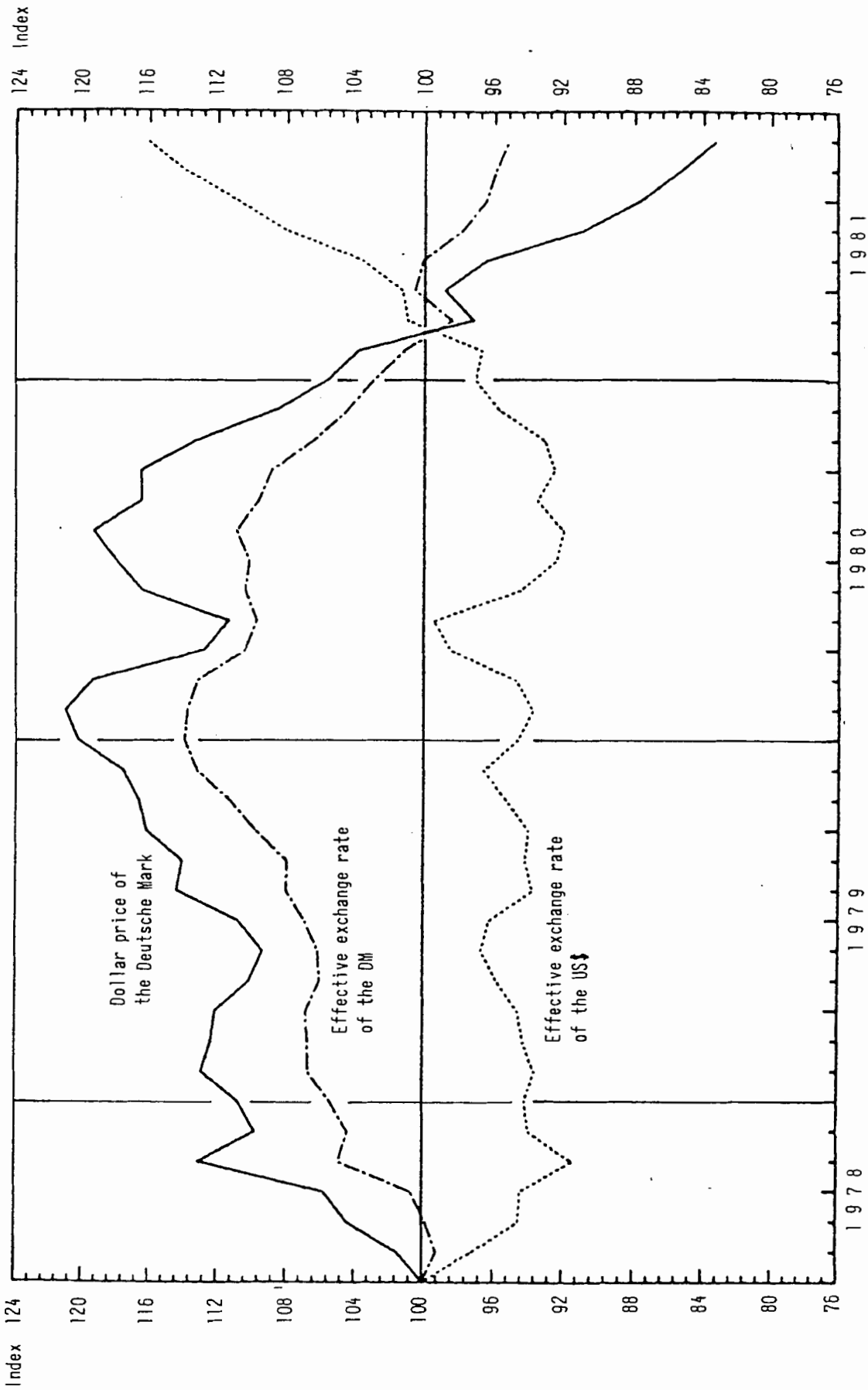
3 septembre 1981

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 *



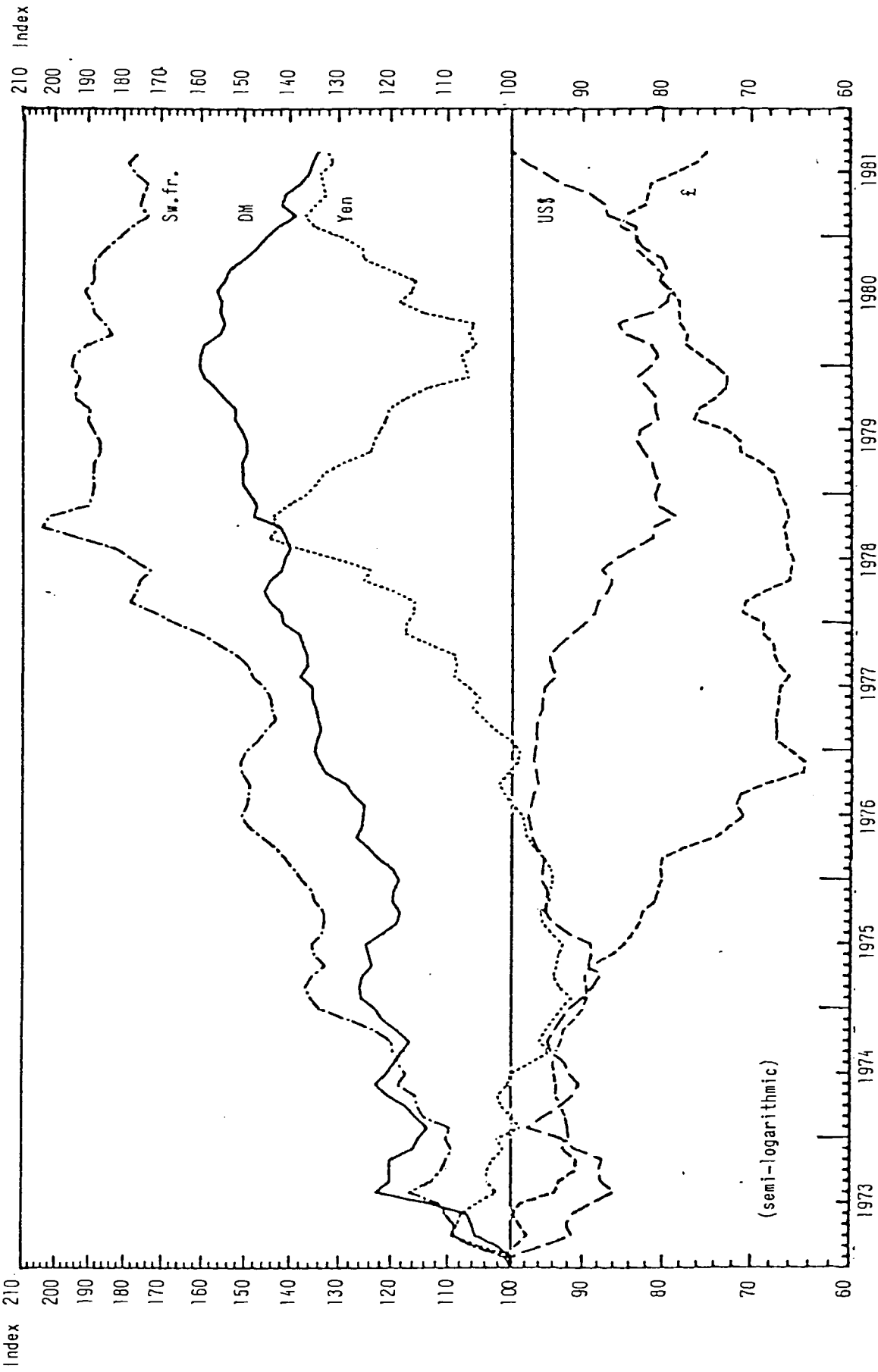
* £ 0,677119; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210; DR 49,6672.

US dollar and Deutsche Mark: Bilateral and effective exchange rates, 1978-81
Monthly averages, indices: June 1978=100



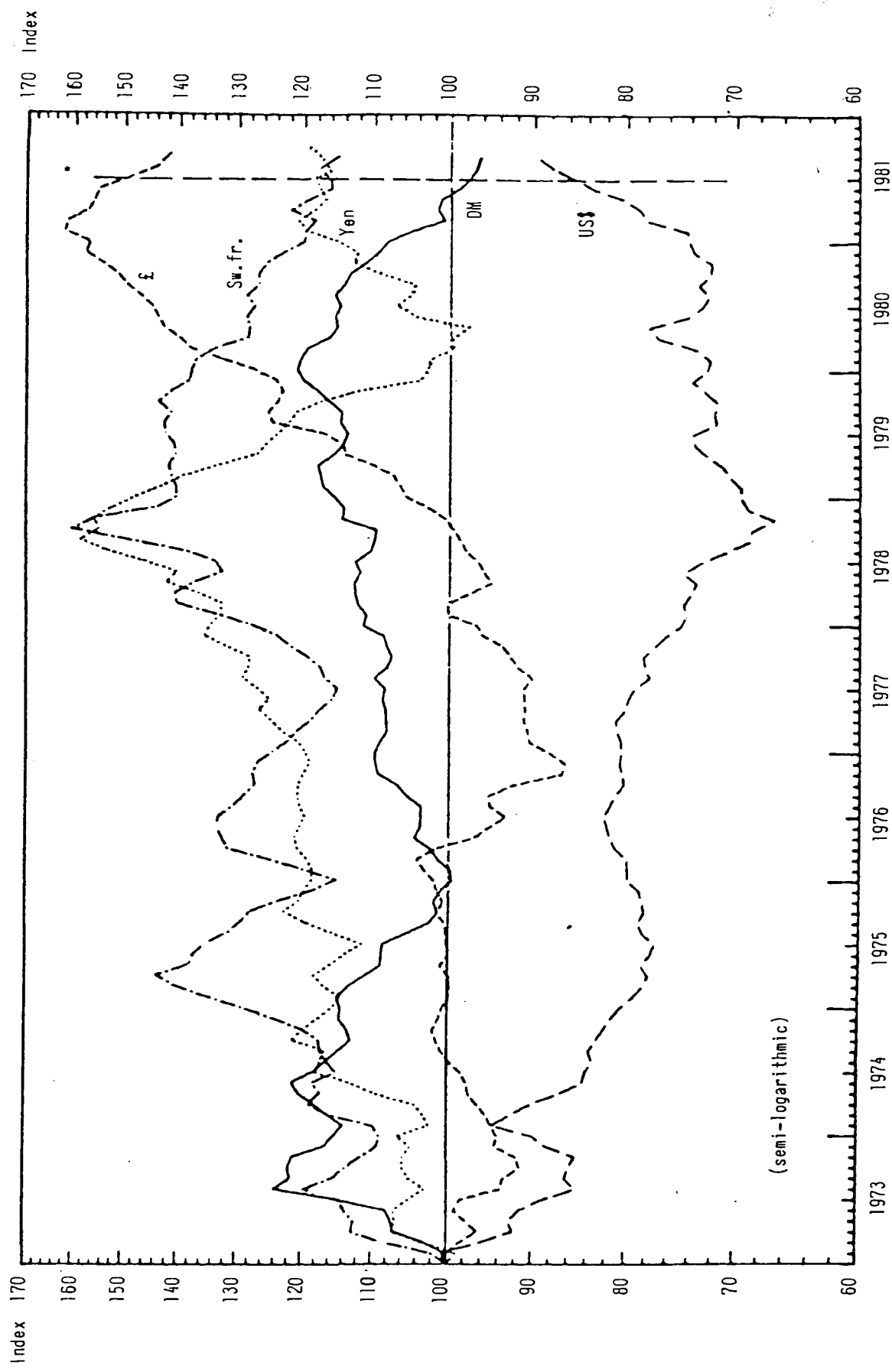
September 1981

Selected currencies: Effective exchange rate., 1973-81
Monthly averages, indices: December 1972=100



Note: the effective exchange rate indices given in this graph show the development of the exchange rates of the respective currencies vis-à-vis the currencies of the other Group of Ten countries (including Switzerland). The weights used for the calculation of these indices are based on bilateral and multilateral trade shares of Group of Ten countries and they also take into account the relative size of these countries' economies.

Sell-side currencies: Real exchange rates in terms of unit labour costs, 1973-81
 Monthly averages, indices: December 1972=100



Note: this graph shows the effective exchange rate indices from Graph II, adjusted for changes in relative unit labour costs. The indices for relative unit labour costs used for these calculations were obtained using the same weights as those for effective exchange rates (see footnote to Graph II). The unit labour costs figures for 1981, however, are partly based on estimates. *The figures for July and August have been calculated on the basis of unchanged end-June 1981 relative unit labour costs.