

PROCES-VERBAL DE LA 169^e* SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 28 SEPTEMBRE 1982 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Micossi; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke, Kloft et von Rosen; le Vice-Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Voloudakis et Papanicolaou; 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. Ó Cofaigh, accompagné par M. Reynolds; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Sillem; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Directeur Général des affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Padoa-Schioppa, accompagné par MM. Kees et Mingasson; le Commissaire au Contrôle des Banque du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assiste, en outre, M. Dalgaard, Président du groupe 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.

I. Approbation du procès-verbal de la 168e séance

Le procès-verbal de la 168e séance, tenue le 13 juillet 1982, 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 Comité du 9 novembre 1982 et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracom-
munautaire:

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de juillet, août et la plus grande partie de septembre 1982;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

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

Le Président remercie M. Dalgaard de son exposé; il observe que, depuis la séance du Comité de juillet, c'est-à-dire en deux mois et demi, les événements et les difficultés n'ont pas manqué sur les marchés des changes mais que le système monétaire européen et les banques centrales ont fait la démonstration de leur résistance et de leur efficacité.

Le Président constate l'adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

III. Echange de vues sur la situation économique et monétaire dans les
pays membres de la CEE, sur la base:

- de la série mensuelle de statistiques,
- de quelques graphiques établis par le Secrétariat,
- de quelques commentaires présentés par M. Lamfalussy.

Le Président rappelle que l'échange de vues des Gouverneurs peut s'appuyer sur:

- deux documents préparés par le Secrétariat; la série mensuelle de statistiques et une série de graphiques sur l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change dans la CEE et aux Etats-Unis,
- la discussion préparatoire des Suppléants, dont M. Dini rendra compte,
- quelques commentaires que M. Lamfalussy présentera.

A. Exposé de M. Dini

Les Suppléants ont tout d'abord évoqué les procédures d'intervention et leurs implications éventuelles pour le processus d'ajustement. Un Suppléant a indiqué, d'une part, que les interventions sont de plus en plus effectuées sous des formes qui peuvent cacher l'impact sur les réserves officielles et qui de ce fait obscurcissent la situation fondamentale de la balance des paiements; d'autre part, que la tendance à financer les déficits extérieurs en recourant à l'endettement à l'étranger plutôt qu'aux réserves peut réduire la pression sur les gouvernements pour adopter des politiques d'ajustement appropriées. D'autres Suppléants ont, toutefois, considéré que le financement des déficits extérieurs au moyen des réserves officielles n'est pas nécessairement la meilleure politique à suivre dans toutes les circonstances. En effet, si l'on veut susciter des mouvements de capitaux compensatoires pour financer les déficits extérieurs, il faut mener une politique de taux d'intérêt appropriée qui, à son tour, promouvra l'ajustement. En outre, si l'état des réserves devait refléter systématiquement les interventions et les déficits extérieurs courants, la spéculation pourrait être encouragée et les marchés des changes déstabilisés. Il a été reconnu, toutefois, qu'il pourrait être utile d'élargir la notion actuelle d'intervention en vue de mieux comprendre ses effets. Cette question s'applique particulièrement aux pays dans lesquels le large recours aux emprunts à l'étranger est réalisé directement par le gouvernement pour financer les déficits budgétaires.

Les Suppléants ont pensé que les Gouverneurs pourraient également se pencher sur les tensions récentes au sein du SME, et en particulier sur le rôle joué par les facteurs internes et l'évolution des balances des paiements des pays de la CEE ainsi que par la recrudescence des pressions à la hausse sur le dollar. Un autre sujet mérite aussi l'attention, à savoir les perspectives d'évolution des taux d'intérêt et des différentiels de taux et leur impact sur les taux de change. En fait, malgré les baisses des taux nominaux qui ont eu lieu dans la plupart des pays, les taux d'intérêt restent élevés en termes réels et ce facteur pourrait contribuer à prolonger la récession. Par ailleurs, les perspectives des taux américains apparaissent incertaines et le recul enregistré en août et septembre n'a pas atténué les pressions sur le dollar et n'a pas accru sensiblement la marge de manoeuvre pour les

pays européens. Enfin, les Suppléants ont noté que l'appréciation des perspectives d'une reprise économique se heurte à l'instabilité financière dans le monde mais qu'une telle reprise contribuerait à réduire les tensions actuelles dans les paiements internationaux.

B. Commentaires de M. Lamfalussy

Au début de l'été, en juin, deux observations prévalaient en matière de taux d'intérêt: d'une part, le niveau des taux était très élevé et préoccupant, d'autre part, les taux d'intérêt européens dépendaient fortement à la fois du niveau et des fluctuations des taux aux Etats-Unis. Des éléments nouveaux sont apparus depuis lors dont il est important de comprendre la signification et de prévoir, si possible, l'évolution à l'avenir.

Le dernier graphique du cahier vert préparé par le Secrétariat montre que les taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis ont baissé fortement depuis 1981 et d'environ 2% entre juin et fin septembre 1982 (si l'on complète le graphique de l'évolution des dernières semaines). Ces taux sont des taux bancaires, mais si l'on prenait les taux des bons du Trésor, on constaterait une baisse plus sensible et un écart grandissant (près de 3% au lieu de 1% au printemps dernier) entre ces taux et les taux bancaires. Plusieurs facteurs peuvent être avancés pour expliquer ce fléchissement des taux à court terme:

- l'économie américaine n'a pas repris vigoureusement et la demande de crédit s'est plutôt affaiblie,
- l'accroissement du déficit budgétaire des Etats-Unis ne semble pas devoir être aussi important que prévu et de ce fait les attentes se sont orientées vers la baisse des taux d'intérêt;
- la modification, difficile à apprécier, dans l'orientation de la politique monétaire américaine. Ce facteur est probablement le plus important mais il n'est pas encore certain qu'un véritable relâchement de la politique américaine ait eu lieu.

L'évolution des taux d'intérêt à long terme (obligations du secteur industriel) a été très différente: ces taux n'ont pratiquement pas baissé depuis plusieurs mois et ils ont même augmenté si l'on se réfère à la différence

entre leur niveau et le taux d'inflation. L'écart est de plus de 7% en août-septembre, ce qui signifie que, par rapport aux prix exprimés en dollars, les taux d'intérêt réels sont extrêmement élevés. Or, pour les pays étrangers, endettés en dollars, qui ont subi une forte dégradation des termes de l'échange, la charge réelle de leurs dettes est un multiple de 7%.

En ce qui concerne les perspectives d'évolution des taux américains, on peut imaginer un scénario de baisse continue des taux à court terme liée à une faiblesse persistante de la conjoncture aux Etats-Unis. A côté de ce scénario, peu souhaitable, on peut imaginer de nouveaux infléchissements de la politique monétaire entraînant un recul des taux à court terme; certains pensent, toutefois, que les attentes inflationnistes pourraient se raviver assez vite et faire remonter les taux. Ces attentes jouent certainement un rôle déterminant pour les taux à long terme mais beaucoup moins net pour les taux à court terme. Une double question peut alors se poser: comment l'évolution récente et future des taux américains peut-elle influencer les taux en Europe? et est-ce que la marge de liberté vis-à-vis des taux du marché monétaire américain est plus grande actuellement? Le premier graphique concernant l'Allemagne montre que pour la période couverte (3 mois et demi depuis juin 1982) la corrélation étroite observée dans le passé entre l'évolution du différentiel de taux d'intérêt et celle du taux de change n'existe plus; une corrélation inverse tend même à apparaître. Certes, dans les fluctuations journalières, ou même semaine par semaine, une certaine corrélation positive demeure, mais celle-ci n'est plus fondamentale. Ainsi, le dollar restant fort en dépit d'une diminution tendancielle du différentiel de taux d'intérêt, on peut imaginer que les banques centrales européennes puissent peser sur les taux d'intérêt tout en faisant abstraction des répercussions possibles sur le cours du dollar. En outre, bien que moins élevés qu'aux Etats-Unis les taux d'intérêt à long terme réels restent importants dans plusieurs pays de la CEE (par exemple, de l'ordre de 4% en Allemagne) si l'on tient compte de la conjoncture actuelle.

C. Discussion du Comité

Le Président remercie MM. Dini et Lamfalussy pour leurs exposés dont il retient notamment les points suivants: la situation aux Etats-Unis illustrée par le graphique montre une contradiction entre le taux d'intérêt

à long terme qui reste fort élevé et le taux d'inflation qui ne cesse de fléchir. Ce phénomène s'explique-t-il entièrement par un manque de confiance des opérateurs qui ne croient pas encore à une victoire véritable et durable dans la lutte contre l'inflation? D'autre part, les autres graphiques, et en particulier celui pour l'Allemagne, font ressortir que la corrélation entre taux d'intérêt et taux de change est remise en cause sur une période relativement longue. On pourrait donc en conclure qu'une politique de taux d'intérêt nominaux plus bas - en sachant que les taux réels sont encore élevés - ne devrait pas susciter trop de préoccupations du côté du cours de change.

M. Pöhl considère que l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis, surtout pour les taux à long terme, restera influencée par le déficit budgétaire important et par les anticipations en matière d'inflation. Plusieurs raisons expliquent l'élargissement de la marge de manoeuvre dans le domaine des taux d'intérêt: les différentiels de taux d'intérêt ne sont plus aussi déterminants pour le taux de change; le cours du dollar n'a plus l'importance qu'il avait il y a deux ans, car son appréciation a été plus que compensée par la baisse des prix des matières premières, ce qui évite l'inflation importée. En outre, les Etats-Unis sont devenus plus sensibles aux relations entre leur monnaie et d'autres, comme le deutsche mark, le yen ou la livre sterling, et ils sont conscients que leur capacité concurrentielle peut être compromise, certains allant jusqu'à prédire qu'en cas de reprise la balance courante américaine enregistrerait des déficits spectaculaires. La Deutsche Bundesbank continue d'exploiter sa marge de manoeuvre élargie; elle a récemment réduit le coefficient de réserve obligatoire et pratique une politique de liquidité tendant à faire baisser les taux sur le marché monétaire. Elle a l'intention de poursuivre dans cette voie tout en tenant compte de la nouvelle situation politique interne. S'agissant des taux d'intérêt réels (notion un peu floue mais d'une certaine utilité), ils sont manifestement extrêmement élevés aux Etats-Unis alors qu'en Allemagne ils ne sont guère supérieurs à la "normale" d'environ 3%; une baisse, même relativement limitée, pourrait cependant être souhaitable compte tenu de la conjoncture.

M. Lamfalussy reconnaît que les taux d'intérêt réels en Allemagne ont évolué depuis 20 ans entre 2,5% et 4%, mais, comme l'a signalé M. Pöhl lui-même, dans une situation d'économie en stagnation qui n'a plus été connue depuis bien longtemps, un taux de 3 à 4% est lourd.

M. de la Genière expose les facteurs qui influent sur le taux de change en France. Si l'on met de côté les aspects politiques, importants mais non incorporables dans un raisonnement économique, les facteurs principaux que sont le différentiel de taux d'intérêt, l'état de la balance des paiements et les interventions sur le marché des changes, jouent un rôle variable. Ainsi, à l'heure actuelle, l'importance et l'accroissement du déficit de la balance des paiements courants constituent le facteur dominant de l'évolution du franc français; il est vrai que la détérioration des comptes courants est sérieuse puisque, après un excédent d'une vingtaine de milliards de francs en 1979, un déficit est apparu en 1980; il s'est quelque peu accru en 1981 mais s'est fortement accéléré en 1982 au point d'atteindre près de 60 milliards pour les neuf premiers mois de l'année et probablement entre 70 et 75 milliards pour l'ensemble de 1982. Une telle situation explique que le franc français a dû être fréquemment soutenu depuis un an et demi pour des montants importants. Ces interventions n'influencent évidemment le taux de change qu'à très court terme et ne modifient pas les tendances fondamentales; elles ont entraîné toutefois une réduction sensible des réserves officielles, ce qui explique l'emprunt de 4 milliards de dollars du gouvernement français. (M. de la Genière précise que cet emprunt n'est pas destiné à financer le déficit budgétaire et sa contre-valeur en francs sera stérilisée auprès de la Banque de France.) Une politique d'intervention et d'emprunt ne peut certainement pas être une politique de change à moyen terme; elle ne se comprend et ne se justifie que par la nécessité de passer une période de plusieurs mois en attendant que les efforts entrepris depuis juin 1982 renversent la situation. De fait, les prévisions actuelles font état pour fin 1982 et 1983 d'une contraction significative (20 à 30 milliards de francs) du déficit courant.

M. Hoffmeyer présente quelques commentaires sur la situation au Danemark. La couronne danoise a été soumise en septembre à de fortes pressions et les interventions ont atteint près de un milliard de dollars en une semaine. Au cours du processus de formation d'un nouveau gouvernement, la banque centrale a fait valoir qu'une nouvelle dévaluation de la couronne devrait être exclue et ne pourrait pas d'ailleurs être justifiée par une détérioration de la position compétitive du pays. La banque centrale a également interrompu

les facilités de prêts accordées jusqu'alors aux banques et a contribué ainsi à arrêter la spéculation. La situation extérieure danoise a longtemps été caractérisée par une accumulation de dettes, encouragée par la facilité d'emprunter et les conseils de banquiers commerciaux. En 1979, une politique d'austérité, la plus vigoureuse depuis la fin de la Guerre, a été lancée; elle s'est notamment traduite par une réduction des revenus nets disponibles de près de 10% en deux ans. Toutefois, en 1981, en raison du chômage élevé, du redressement de la balance des paiements et dans une certaine mesure de la politique de relance en France, des mesures expansionnistes ont été prises et ont conduit à une croissance réelle de 2,5%. Dans le courant de 1982, la détérioration de la balance des paiements courants, de la situation des finances publiques et des réserves ont amené la démission du gouvernement et la préparation, fin septembre, par une nouvelle équipe, d'un programme économique et financier très strict, prévoyant des coupes dans le budget de l'Etat et probablement la fin du système d'indexation des salaires.

M. Richardson présente quelques éléments sur l'économie réelle et la situation monétaire et financière au Royaume-Uni. L'activité reste fort déprimée et les anticipations des chefs d'entreprises ne sont pas brillantes. La production industrielle, sauf l'extraction de pétrole et de gaz naturel, est étale; il en est de même pour la consommation interne, avec toutefois un peu plus de vigueur à la suite notamment de la suppression des restrictions sur les ventes à tempérament qui s'est traduite par une augmentation des crédits personnels. L'épargne reste néanmoins élevée. La faiblesse de la production nationale ne peut pas être imputée aux importations car l'accroissement de celles-ci s'est arrêté, en liaison certainement avec l'amélioration de la position compétitive. L'excédent des comptes courants a diminué d'une année à l'autre, tandis que le chômage s'est accéléré et dépassait en septembre 3 millions en chiffres désaisonnalisés.

Sur le plan financier et monétaire, il faut noter le ralentissement sensible de l'inflation, en glissement 8% en août, peut-être 6,5% à la fin de l'année. Les coûts unitaires du travail ont également fléchi (+5,5% d'août 1981 à août 1982) et les marges bénéficiaires des entreprises se sont quelque peu améliorées. La livre sterling a été probablement la plus stable des grandes monnaies.

L'évolution des agrégats monétaires est satisfaisante, bien que plus forte qu'au début de l'année, la croissance reste dans la fourchette fixée. La décrue des taux d'intérêt a été favorisée par les anticipations d'une moindre inflation et aussi par le déclin des taux américains; les taux directeurs au Royaume-Uni sont ainsi tombés en un an de 16 à 10%. Les taux à long terme suivent également ce mouvement mais ils sont encore assez fortement positifs en termes réels, compte tenu de l'état de l'économie.

La politique monétaire doit donc tenir compte de plusieurs éléments, notamment taux de change de la livre stable et ferme, taux d'intérêt réel assez fortement positif, progrès remarquables dans la lutte contre l'inflation, tendances à la récession au Royaume-Uni et dans le monde qui sont préoccupantes précisément à cause de leur caractère généralisé et qui traduisent une profonde perte de confiance. Dans ce contexte, la Bank of England vient de réduire à nouveau ses taux d'intérêt et poursuivra probablement dans cette voie, surtout si la décrue des taux américains continue.

M. Duisenberg se limite à quelques remarques étant donné que le nouveau gouvernement est en cours de formation et n'a donc pas encore défini en détail (comme beaucoup d'autres pays) la politique pour les mois à venir. L'économie néerlandaise connaît une stagnation; le taux annuel d'inflation est inférieur à 6% et devrait encore fléchir en 1983; les taux d'intérêt se situent autour de 10% pour le long terme et de 8% pour le marché monétaire; le chômage dépasse 10% de la population active. Les Pays-Bas ont une caractéristique exceptionnelle par rapport aux autres pays en ce sens qu'elle combine un déficit budgétaire important, plus de 10% du PNB, avec un excédent des comptes courants considérables, peut-être tout aussi malsain, qui atteindra près de 15 milliards de florins en 1982 et peut-être 20 milliards en 1983. Une telle situation demande des réponses politiques qui devraient être connues prochainement.

En réponse à des questions du Président et de M. Hoffmeyer, M. Duisenberg précise:

- que ce n'est pas grâce à une forte propension à l'épargne que le déficit public est financé mais plutôt par suite d'une désaffection à l'égard des investissements, illustrée par une baisse très préoccupante de 25% en volume des investissements du secteur privé au cours des deux dernières années;

- que le 10% (en termes de PNB) du déficit budgétaire recouvre l'ensemble du secteur public.

M. Godeaux observe que, si le différentiel des taux d'intérêt par rapport aux Etats-Unis a désormais un caractère moins contraignant en Allemagne et en France (pour des raisons d'ailleurs différentes dans ces deux pays), la contrainte des différentiels de taux reste nettement plus étroite dans des économies de petites dimensions, comme la Belgique et le Luxembourg, dont le degré d'ouverture sur l'étranger et les relations financières internationales sont très importantes. Ainsi, la Banque Nationale de Belgique a abaissé ses taux chaque fois qu'elle a estimé pouvoir le faire, mais la dernière baisse, en septembre, s'est traduite rapidement par un léger affaiblissement du franc belge. De même, la baisse des taux des certificats à court terme a été interprétée comme l'annonce d'un prochain et nouveau recul des taux officiels et elle a certainement contribué à un certain accès de faiblesse du franc belge. D'autres facteurs, tels que les événements politiques en Allemagne, ont aussi joué. L'absence d'intervention sur le marché, pendant trois mois, avait provoqué (malgré les avertissements de la banque centrale) une certaine euphorie dans les milieux gouvernementaux, et la reprise des interventions fin septembre a suscité une réaction assez vive dans l'opinion publique.

En se référant notamment aux propos de M. Richardson, M. Lamfalussy observe qu'en regardant isolément chacun des pays aucun n'est exempt de certains facteurs favorables, par exemple diminution du taux d'inflation, amélioration de la rentabilité des entreprises, de la productivité, assainissement des structures et du tissu industriel. Toutefois, lorsque l'on additionne les situations individuelles, surtout si on y ajoute celle des Etats-Unis, on ne voit pas d'où pourrait venir la reprise.

M. Duisenberg complète cette note peu optimiste en indiquant que, même s'il devait y avoir une reprise de la demande dans tous nos pays, la reprise des investissements exigera beaucoup plus de temps que par le passé, étant donné que la durée de la récession a profondément dégradé la structure des bilans des entreprises.

Le Président présente tout d'abord quelques indications sur l'Italie. L'inflation s'est ralentie, son taux a diminué d'environ six points (de 21-22% à 15%) en six mois, mais un palier semble avoir été atteint en juin du fait que le phénomène inflationniste a des causes structurelles, notamment le déficit des finances publiques. Ce dernier s'est encore alourdi au point que la demande totale de crédit, c'est-à-dire économie privée plus secteur public, dépasse largement toutes les prévisions qui avaient été faites. Cela entretient une forte tension sur le marché de l'argent et explique que l'évolution des taux d'intérêt ne reflète pas le tassement de l'inflation. Ce tassement et le déclin des taux d'intérêt internationaux ont permis toutefois d'avoir une certaine baisse des taux d'intérêt qui serait plus nette si on se réfère aux bons du Trésor. La politique monétaire et la politique de change ont exploité au maximum en Italie l'appartenance au SME et son effet de discipline mais la politique budgétaire et fiscale est loin d'avoir apporté sa contribution tant attendue depuis longtemps. Une révision fondamentale de ces politiques est indispensable et elle devrait être accompagnée d'un effort de solidarité des partenaires sociaux pour limiter la hausse des coûts salariaux. Ceux-ci ont moins progressé en 1982 que précédemment mais il ne faudrait pas que ce soit simplement lié au renvoi de certaines échéances salariales.

Avant de mettre un terme au tour d'horizon du Comité, le Président constate que les pays de la Communauté estiment avoir aujourd'hui plus de marge de manoeuvre pour agir et essayer de sortir de cette trop longue période de stagnation. Les propos tenus par les Gouverneurs des pays qui se trouvent en équilibre et qui ont eu du succès en matière de balance des paiements et d'inflation, permettent de penser que ces pays-là pourront manoeuvrer en faveur d'une prudente reprise. Celle-ci ne pourra être que progressive dans un climat international de contraction et de difficultés financières; les banques centrales se doivent d'y contribuer, en agissant avec leur prudence traditionnelle mais aussi avec une perspicacité qui va toujours de pair avec une dose de courage.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

M. Godeaux indique que de récentes décisions permettent de penser que le problème du régime ou statut des banques centrales sous l'angle du droit communautaire et de l'emploi de ressortissants d'autres pays membres

va se poser à nouveau. Il suggère que le groupe des chefs de département juridique des banques centrales de la CEE, qui envisage de se réunir de temps à autre, soit chargé de faire le point sur cette difficile question à propos de laquelle les différentes banques centrales auraient avantage à adopter une attitude commune.

Le Président est d'avis que cette proposition doit être effectivement retenue et il constate l'accord du Comité pour que les chefs de département juridique se réunissent et examinent cette question.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 9 novembre 1982 à 10 heures.

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

JUILLET ET AOÛT 1982

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 (et la plus grande partie de septembre).

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Après une période assez calme au début de juillet, les marchés des changes sont devenus plus instables et plus agités vers la fin du mois et tout au long du mois d'août. L'évolution des taux d'intérêt a continué d'être très importante, bien que la situation politique au Moyen-Orient ait également joué par moments un certain rôle, de même que les rumeurs, fondées ou non, selon lesquelles certaines organisations financières et commerciales ainsi que des emprunteurs souverains se trouvaient en défaut de paiement ou aux prises avec des difficultés. Tout en fluctuant, le dollar est resté ferme pendant la plus grande partie de la période et cette fermeté s'est manifestée en dépit d'une réduction notable de l'écart des taux d'intérêt en faveur de la monnaie

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

américaine. Le Système monétaire européen n'a connu aucune évolution notable jusque vers la fin du mois d'août lorsque le franc français a été soumis à des pressions.

Le dollar EU s'est apprécié pendant la première semaine de juillet, mais a été ensuite orienté à la baisse durant plusieurs semaines. Cette orientation a été liée tout d'abord au fait qu'il est apparu que le gonflement de caractère saisonnier attendu de M1 n'impliquerait pas un dépassement de cet agrégat par rapport à la limite supérieure de l'objectif; elle a résulté par la suite de la baisse sensible des taux d'intérêt américains. Le taux d'escompte fut réduit de 12 à 11 1/2% le 20 juillet. Vers la fin du mois, toutefois, le programme de financement du gouvernement fédéral a de nouveau suscité certaines préoccupations et le recul des taux d'intérêt s'est arrêté. Cependant, les problèmes politiques et militaires dans plusieurs des points névralgiques du monde ainsi que la recrudescence des préoccupations sur la santé du système financier international ont contribué à soutenir le dollar qui, durant la première partie d'août, s'est une nouvelle fois hissé aux niveaux atteints début juillet. Par la suite, les analystes financiers sont devenus plus pessimistes quant à l'éventualité d'une reprise à court terme de l'économie américaine. Cet état d'esprit et les réactions aux nouvelles mesures fiscales décidées par l'Administration entraînent un nouveau fléchissement des taux d'intérêt américains à leur niveau le plus bas depuis deux ans et provoquent un boom spectaculaire sur le marché des obligations. Le taux d'escompte fut abaissé de 1/2% à trois reprises au mois d'août. Après avoir fait preuve d'hésitation, le dollar a connu une nouvelle tendance au repli, avant de se raffermir de nouveau vers la fin du mois lorsque les taux d'intérêt diminuèrent dans beaucoup d'autres pays. Finalement, sur l'ensemble des deux mois, il s'est apprécié de quelque 1,7% à l'égard de l'Ecu, de 0,9% par rapport au franc suisse, de 1,3% à l'égard de la livre sterling et de 1,7% à l'égard du yen.

Au sein du SME, un calme relatif a prévalu pendant la plus grande partie de la période sous revue. Les limites d'intervention n'ont jamais été atteintes et la largeur de la bande a été la plupart du temps inférieure à 2%. En juillet, le deutsche mark et le florin se situaient alternativement au plancher du système, mais en août la monnaie allemande

a occupé seule cette position. Jusqu'à la fin d'août, on n'a guère noté de signes d'assouplissement de la politique monétaire en Allemagne et les taux d'intérêt sont demeurés assez stables. Le cours de change a bénéficié de ventes de dollars au comptant de la part de la Bundesbank pendant la seconde quinzaine de juillet et de ventes au comptant et à terme au mois d'août. Cependant, le rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt entre l'Allemagne et les Etats-Unis a permis une certaine détente des taux vers la fin d'août et, avec effet au 27 août, le taux d'escompte fut abaissé d'un demi-point et le taux lombard d'un point.

Le franc français s'est maintenu au sommet de la bande étroite ou à proximité pendant tout le mois de juillet et la première moitié d'août. Des achats notables de deutsche marks ont été effectués à l'intérieur des marges, début juillet. Les taux du marché monétaire ont été abaissés au début du même mois puis de nouveau dans les premiers jours d'août. Cependant, la rumeur, le 19 août, d'un retrait du franc du SME déclencha une vague de ventes et, en dépit d'importantes interventions de soutien, le franc français s'est affaibli au sein de la bande étroite.

Après être resté au bas du SME ou près de celui-ci jusqu'à la fin de juillet, le florin néerlandais s'est raffermi sensiblement en août. Le taux d'escompte et le taux des avances ont été réduits de 1% à partir du 27 août. De faibles ventes de dollars et des cessions de deutsche marks à l'intérieur des marges en juillet ont été plus que compensées par des achats de deutsche marks effectués à l'intérieur des marges au mois d'août.

Le franc belge a occupé une position médiane au sein du SME jusque vers la fin du mois d'août. Les autorités ont été en mesure d'abaisser de 1/2% le taux d'escompte et le taux des avances à compter du 29 juillet, puis de nouveau à partir du 19 août. Des achats notables de dollars furent effectués en juillet. Vers la fin du mois d'août, cependant, le franc belge a perdu du terrain et n'était plus, en fin de mois, que légèrement au-dessus du deutsche mark, au bas de la bande.

La couronne danoise s'est trouvée au sommet de la bande ou près de celui-ci pendant la plus grande partie de juillet mais s'est progressivement affaiblie pour se situer au milieu de la bande à la fin du mois d'août.

La livre irlandaise a fait preuve d'une relative fermeté tout au long de la période, pour s'établir, fin août, nettement au sommet de la bande étroite.

La lire italienne s'est située devant les monnaies de la bande étroite presque tout au long de la période, en général avec une marge importante, qui n'a été ramenée à 2 1/4% à l'égard du deutsche mark que vers la fin du mois d'août, pour s'élargir cependant à près de 3% en fin du mois. Les autorités ont pu regarnir leurs réserves grâce à des achats substantiels de dollars et réduire de 1% le taux d'escompte à compter du 25 août.

La livre sterling a fait preuve de stabilité pendant la période sous revue, malgré la détente généralisée des taux d'intérêt, qui a permis de ramener les taux de base des banques commerciales de 12 1/2 à 10 1/2% en quatre étapes de 1/2%.

La drachme grecque s'est affaiblie de 1,2% par rapport au dollar EU, ce qui correspond à une baisse de 0,5% à l'égard de l'Ecu. En termes effectifs, elle s'est dépréciée de 1%.

Le yen japonais s'est montré ferme en juillet. Par la suite, cependant, il a accusé une forte baisse malgré des interventions massives et a atteint, le 17 août, à l'égard du dollar son niveau le plus bas depuis cinq ans. Il s'est ensuite redressé quelque peu, mais a clôturé la période en baisse de 1,7% par rapport à la monnaie américaine.

Le franc suisse a enregistré des fluctuations modérées en juillet et en août. Au cours de ces deux mois, il s'est affaibli de 0,9% à l'égard du dollar, malgré un rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt par rapport au dollar EU, et s'est adjugé un gain d'environ 1/2% par rapport au deutsche mark.

La couronne norvégienne s'est dépréciée de quelque 3% en termes effectifs en juillet, à la suite d'interventions destinées à accroître la liquidité interne du secteur bancaire et à abaisser les taux d'intérêt du marché monétaire. Au début d'août, les autorités norvégiennes modifièrent les pondérations affectées aux monnaies qui composent le panier de référence de la couronne, principalement en relevant celles des monnaies du SME et en diminuant celle du dollar EU, ce qui impliquait une dévaluation effective de 3 1/2% environ de la couronne. Sur l'ensemble de la période, la couronne s'est donc affaiblie de 6,9% et 5,3% respectivement par rapport au dollar et aux monnaies du SME.

La couronne suédoise a baissé de 1,1% par rapport au dollar, mais s'est appréciée de 0,9% en termes effectifs. La Sveriges Riksbank a effectué des ventes nettes de dollars en juillet, alors qu'au mois d'août elle est devenue acheteur net.

Le dollar canadien s'est fortement redressé, s'appréciant de 4,4% par rapport au dollar EU par suite de l'élargissement de l'écart des taux d'intérêt en faveur de la monnaie canadienne. Dans ces circonstances, les autorités ont été en mesure d'acquérir d'importantes quantités de dollars alors qu'elles en avaient vendues précédemment pour soutenir leur monnaie.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

En juillet, les banques centrales participant à la concertation ont effectué des achats nets de dollars EU (les principaux acheteurs nets étant la Banque du Canada et la Banca d'Italia) pour un montant de \$EU 1,9 milliard (qui se décompose en 3,1 milliards d'achats bruts et 1,2 milliard de ventes brutes). L'ensemble de ces banques centrales est devenu vendeur net de dollars en août pour un montant de \$EU 0,5 milliard (3,2 milliards de ventes brutes et 2,7 milliards d'achats bruts). La Banque du Japon a été le principal vendeur net et la Banque du Canada et la Banca d'Italia les principaux acheteurs nets.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Les interventions brutes en monnaies communautaires se sont élevées à l'équivalent de \$EU 0,4 milliard en juillet et de \$EU 0,9 milliard en août - soit un chiffre nettement inférieur à celui de juin (\$EU 2,7 milliards). Toutes les interventions ont eu lieu à l'intérieur des marges et elles ont consisté essentiellement en achats de deutsche marks contre ventes de francs français en juillet et en des opérations inverses au mois d'août.

Au début de septembre, le dollar EU a fluctué de manière irrégulière; il a été fortement affecté par les préoccupations au sujet de la santé du système financier international, et en particulier par les effets réels ou redoutés des développements en Amérique latine sur les banques d'Amérique du Nord. Les taux d'intérêt aux Etats-Unis ont recommencé à monter, portant brièvement le dollar, le 13 septembre, à de nouveaux sommets par rapport au franc français, à la lire et à certaines autres monnaies. Des injections de liquidités par la Réserve Fédérale ont ensuite contribué à une détente des taux d'intérêt et à une baisse du dollar, mais par la suite la hausse des taux d'intérêt américains a repris une nouvelle fois. Dans l'ensemble, depuis le début de septembre, le dollar a peu varié par rapport aux monnaies européennes.

Au sein du SME, la couronne danoise a été soumise à de très fortes pressions en liaison avec la démission du gouvernement, le 3 septembre. Malgré des interventions importantes, la couronne danoise est tombée au plancher du système où elle a remplacé le mark. La forte augmentation des taux du marché monétaire, à la suite de la suspension des facilités d'emprunt automatique pour les banques commerciales, a stabilisé la monnaie à partir du 10 septembre, et le 18 septembre celle-ci avait quitté le plancher du système.

Dans le même temps, le franc français s'est trouvé affecté en diverses occasions par la réapparition des pressions à la vente constatées durant la seconde quinzaine d'août. L'annonce, le 15 septembre, du crédit bancaire de \$4 milliards a apporté cependant une amélioration.

Une nouvelle réduction de 1/2% des taux officiels belges fut annoncée avec effet au 9 septembre. Par la suite, le franc belge s'est replié et a fait l'objet de quelques interventions.

Les autres monnaies participantes n'ont connu aucune évolution notable, la livre irlandaise et le florin néerlandais étant demeurés constamment aux première et deuxième places au sein de la bande étroite. Le mark, qui avait occupé antérieurement la dernière position à l'intérieur du système, est resté vers le bas de la bande pendant le reste de la période et n'a guère été affecté, dans un sens ou dans l'autre, par les événements politiques internes. La lire a continué de se maintenir nettement au-dessus des monnaies de la bande étroite.

La livre sterling a de nouveau fait preuve de stabilité et elle n'a guère varié ni par rapport au dollar EU et aux monnaies continentales, ni en termes de taux de change effectif.

Le yen s'est encore déprécié (de 2,5%) par rapport au dollar et le franc suisse n'a guère varié.

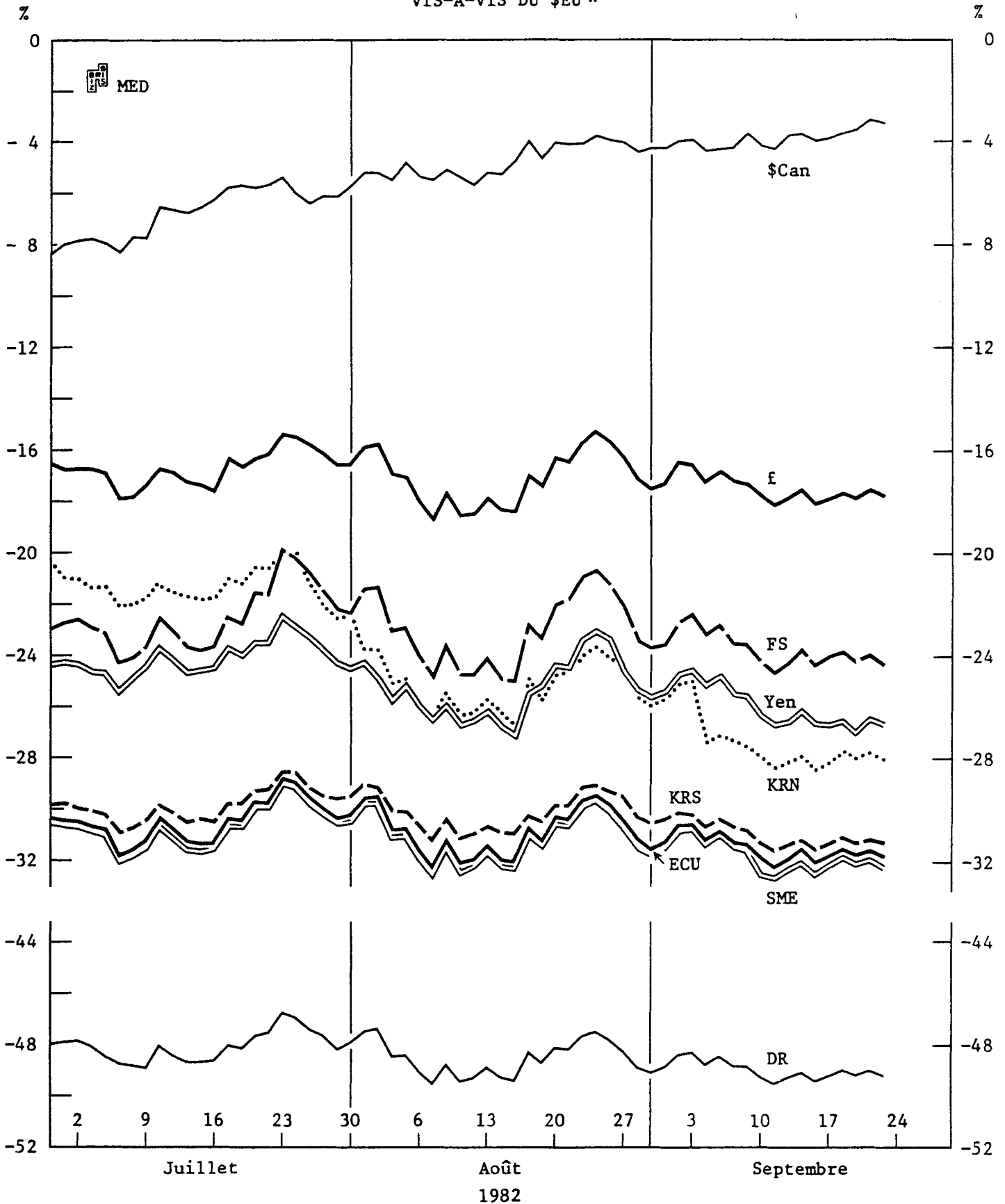
La couronne norvégienne a été de nouveau dévaluée, de 3%, le 6 septembre.

La couronne suédoise s'est encore affaiblie (1,5%) par rapport au dollar EU, malgré d'importantes interventions.

Le dollar canadien a continué de s'apprécier par rapport au dollar EU, malgré une réduction de l'écart de taux d'intérêt en sa faveur.

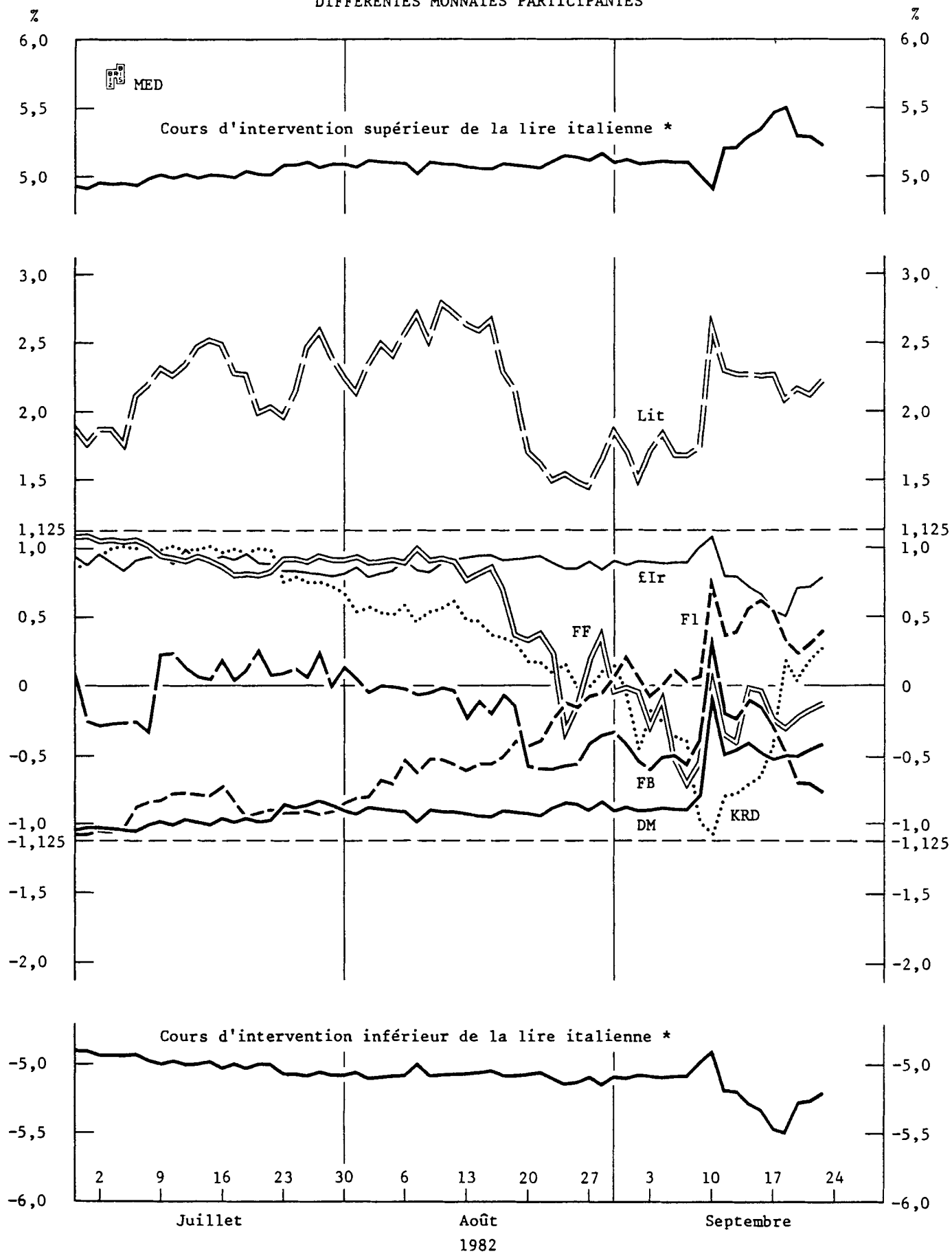
Les banques centrales ont procédé à des ventes notables de dollars au début de septembre, les principaux vendeurs ayant été la Danmarks Nationalbank, la Sveriges Riksbank et la Banque de France, cette dernière ayant également vendu, à l'intérieur des marges, des montants importants de deutsche marks. La Banque du Canada a encore effectué des acquisitions nettes de dollars.

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.

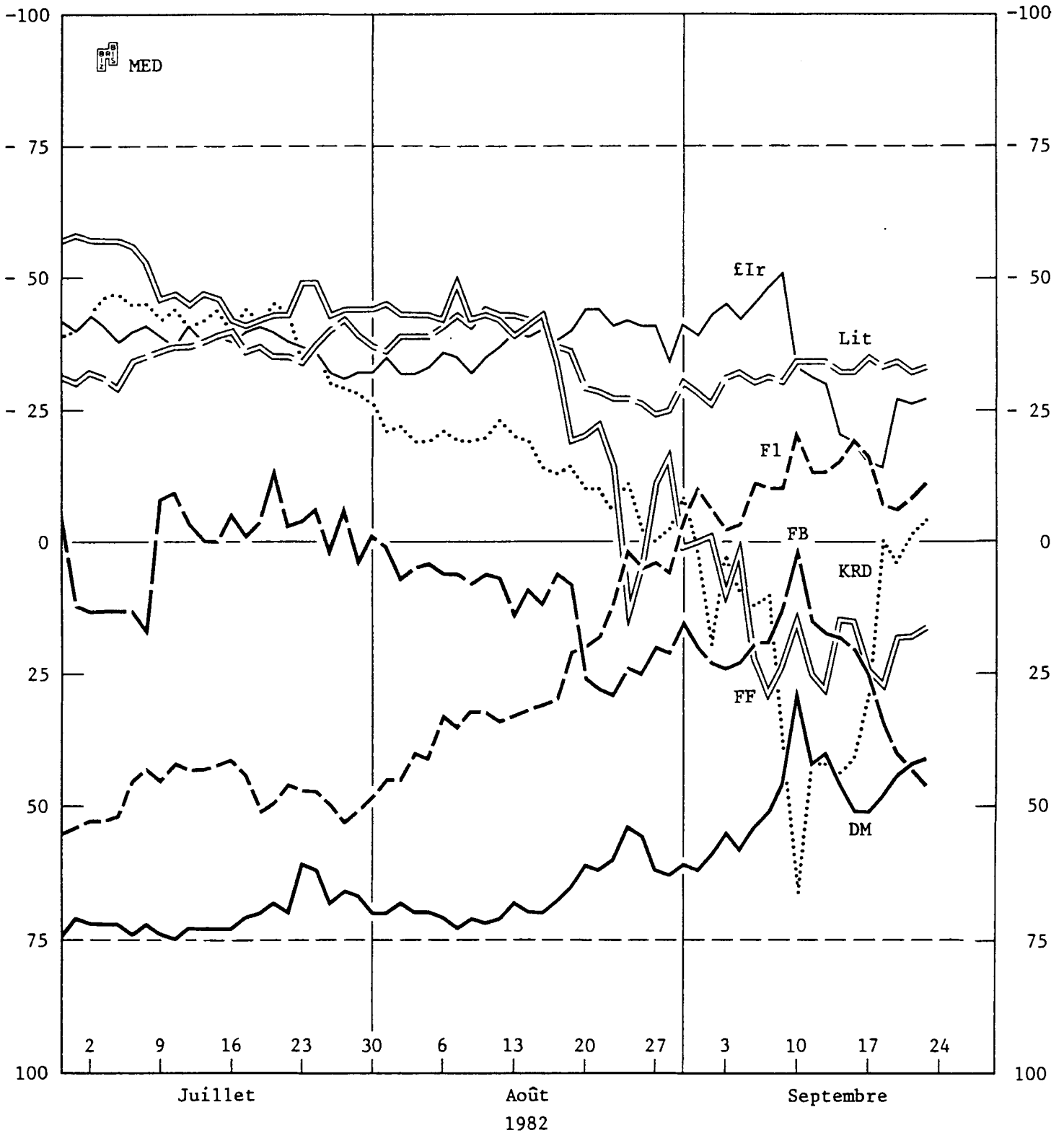
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

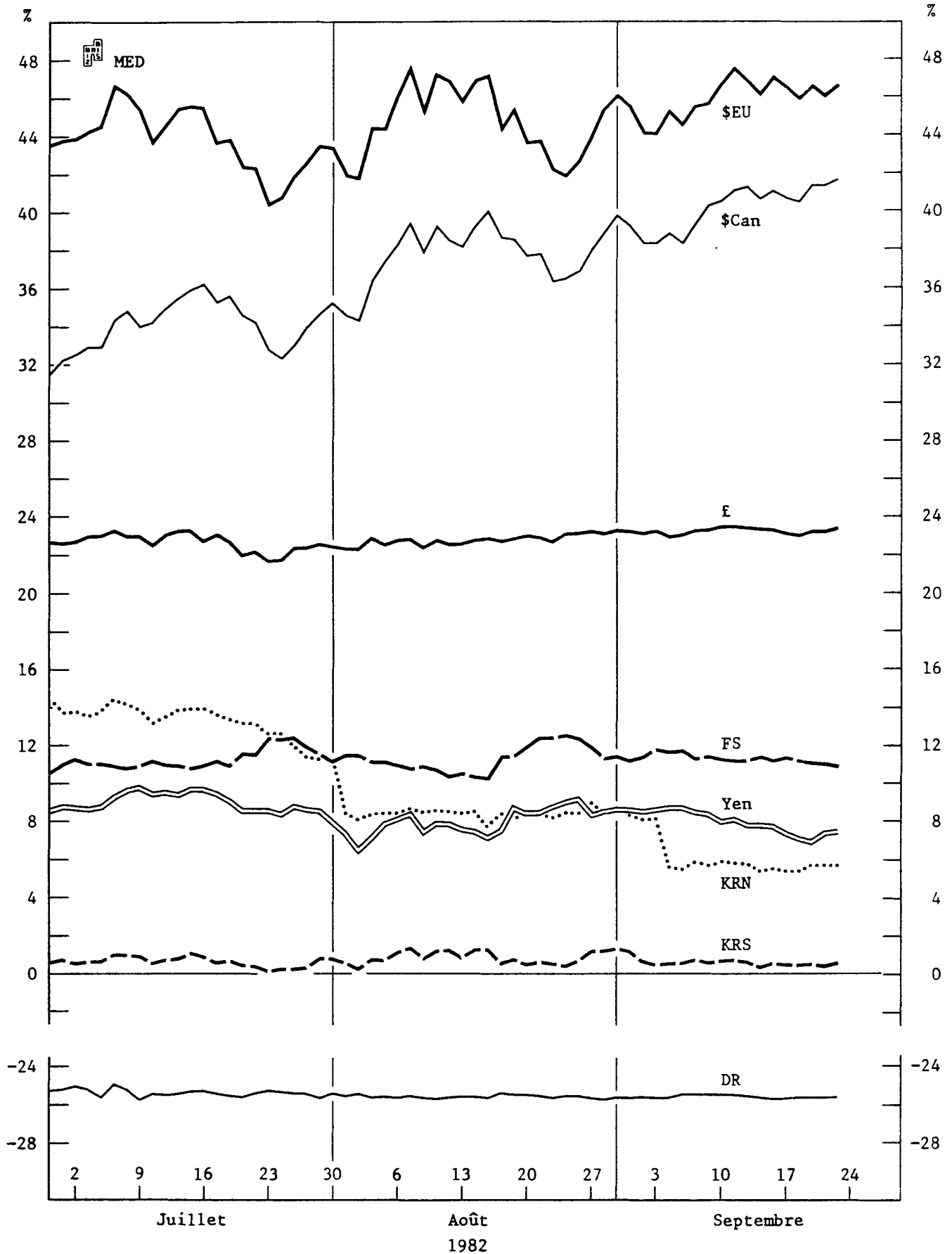
23 septembre 1982

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.

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.

23 septembre 1982