

PROCES-VERBAL*
DE LA CENT-TRENTE-SEPTIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 SEPTEMBRE 1979 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de France et Président du Comité des Gouverneurs, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; 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 M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl, Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par MM. Breen et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász, Boot et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Padoa-Schioppa, Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; les Présidents des groupes d'experts, MM. Heyvaert et Bastiaanse. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, 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 136e séance

Le procès-verbal de la 136e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel concernant la déclaration faite par M. Richardson (pages 6 et 7); ces modifications seront incorporées dans le texte définitif.

* Texte définitif approuvé lors de la séance du 13 novembre 1979 et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution 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 1979

A. Présentation du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE et adoption de ce rapport par le Comité

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal; il présente également des statistiques sur les interventions effectuées entre le 13 mars et le 31 août 1979 par les banques centrales dans le cadre du SME et sur la ventilation selon les différentes catégories des interventions. Ces statistiques montrent notamment:

- que les interventions en dollars EU des banques centrales qui participent au mécanisme de change SME ont porté à l'achat comme à la vente sur un volume important, mais se soldent par une vente nette de \$EU 0,75 milliard seulement; en revanche, le solde des interventions de la Bank of England se traduit par un achat net de 4 milliards de dollars; enfin, les interventions de la Federal Reserve Bank of New York, importantes également, se soldent aussi par un achat net, soit 1,6 milliard de dollars;
- que les interventions intramarginales en monnaies du SME ont connu un développement très marqué par rapport à celles aux limites; elles ont représenté l'équivalent de 3,1 milliards de dollars EU, soit 72% du volume global (4,4 milliards de dollars EU) des interventions en monnaies du SME.

M. Heyvaert ajoute quelques commentaires sur les statistiques habituelles relatives aux opérations ayant un impact sur les réserves brutes des banques centrales membres de la concertation, et souligne en particulier:

- l'importance des swaps contre deutsche marks (vente de dollars EU au comptant et rachats à terme), effectués par la Deutsche Bundesbank en juillet et août (environ 2,8 milliards de dollars EU) dans le marché local en vue de compenser les effets monétaires expansionnistes des ventes de deutsche marks sur les marchés des changes, ainsi que des opérations analogues, pour un montant de l'ordre de 1,8 milliard de dollars EU, de la Banque Nationale Suisse, en juillet;
- l'ampleur des emprunts effectués à l'extérieur depuis le début de l'année par les Trésors belge (1,9 milliard de dollars EU) et suédois (1,5 milliard de dollars EU), alors que l'Italie a affecté, durant la même période, un montant comparable (1,5 milliard de dollars EU) au remboursement de sa dette vis-à-vis de l'extérieur;
- le volume très élevé, d'une part des achats nets de dollars EU opérés pendant les huit premiers mois de 1979 par la Banca d'Italia et la

Bank of England et, d'autre part des ventes nettes de la Sveriges Riksbank et de la Banque Nationale Suisse, et plus particulièrement de la Banque du Japon. Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé.

M. Théron indique que les Suppléants ont apporté au texte du rapport certains amendements concernant le dollar canadien et le deutsche mark. En ce qui concerne ce dernier, il semble, selon les derniers contacts avec la Deutsche Bundesbank, qu'une autre modification soit nécessaire.

M. Emminger indique que la constatation à la page 2 du projet de rapport selon laquelle "au cours des deux mois sous revue, les taux monétaires internes et externes ont augmenté de deux points" ne correspond pas à la réalité; en effet, les taux à court terme n'ont augmenté, depuis début juillet que d'environ un point en moyenne, alors que les taux à long terme ont même baissé de 7,8 à 7,5%. Le texte du rapport devrait donc être modifié pour tenir compte de ces faits.

Sous réserve de cet amendement qui sera inséré dans le texte définitif, le rapport destiné aux Ministres des Finances est adopté par le Comité.

B. Examen du fonctionnement de la concertation

Invité par le Président, M. Lamfalussy présente quelques commentaires sur l'évolution des taux de l'euro-marché entre le 6 juillet et le 7 septembre 1979. A l'exception des taux de la lire italienne et du florin néerlandais, les taux de toutes les autres monnaies ont connu une nouvelle augmentation, la plus forte concernant la couronne danoise. Même si la hausse des taux d'intérêt peut se justifier dans certains cas, la tendance générale donne lieu à des inquiétudes. On constate certes une accélération de l'inflation, mais également des signes très précis de récession aux Etats-Unis et la perspective d'un affaiblissement de la conjoncture sur le plan mondial.

L'écart entre les taux américains et allemands, qui semble être d'une signification importante, est remonté de 4 à environ 5 points, la hausse des taux à court terme aux Etats-Unis étant plus forte que celle en Allemagne. En revanche, les écarts intracommunautaires n'ont pas subi de modifications sensibles, à l'exception de l'écart entre le taux danois d'une part, et les taux des autres pays de la CEE d'autre part. Les tensions qu'on a pu constater au sein de la Communauté ne se sont donc pas jusqu'à présent aggravées.

Les développements décrits ci-dessus soulèvent certains problèmes d'interprétation. A première vue, l'affaiblissement du dollar EU, intervenu en dépit de l'accroissement du différentiel de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Allemagne, paraît étonnant. En fait, il semble clair que l'évolution des différentiels des taux d'intérêt n'a pas d'effet magique sur celle des cours de change. En effet, ces derniers dépendent dans une large mesure des attentes concernant notamment l'inflation et l'orientation de la politique monétaire. Ainsi, un accroissement d'un point de l'écart entre les taux américain et allemand ne peut pas apporter à la devise américaine un soutien sensible si l'on demeure convaincu qu'en dépit de la nomination de M. Volcker comme Président du Board, la politique monétaire américaine restera, dans une année préélectorale, moins anti-inflationniste que celle de l'Allemagne.

M. de Strycker estime que les constatations que M. Lamfalussy vient de faire confirment les préoccupations exprimées en juillet à propos d'une escalade des taux d'intérêt. Celle-ci s'est produite et le niveau actuel, fort élevé, des taux d'intérêt ne se justifie que dans certains pays par l'accélération de l'inflation, alors que, dans d'autres pays, il apparaît demeuré par rapport au taux d'inflation. Il faudrait donc s'interroger sérieusement sur l'opportunité de poursuivre la politique de hausse des taux d'intérêt.

Depuis la séance de juillet du Comité, l'escalade s'est poursuivie, par suite du relèvement des taux officiels de la Deutsche Bundesbank. Celle-ci y a procédé en dépit des craintes exprimées alors par plusieurs Gouverneurs sur le risque d'une escalade des taux d'intérêt que comporterait une telle mesure. Mises à part les conséquences de la politique allemande pour les autres pays de la Communauté, ce fait soulève aussi la question fondamentale du fonctionnement de la concertation. Celle-ci a eu lieu sous la forme d'un échange de vues qui n'a pas abouti à une opinion commune mais, au contraire, à une action opposée aux souhaits de plusieurs banques centrales. Le moment n'est certes pas encore venu où des décisions communes pourront se substituer à des responsabilités et décisions nationales. Il est clair toutefois que le SME ne peut fonctionner de façon durable que s'il y a une véritable coordination des politiques économiques et monétaires et qu'à cet égard le fonctionnement de la concertation et de la coopération entre les banques centrales mériterait quelques réflexions à l'avenir.

M. Emminger présente d'abord quelques réflexions sur les faits. Il souligne que, contrairement aux critiques exprimées par exemple par M. Reuss, sénateur américain, les mesures prises par la Deutsche Bundesbank le 12 juillet n'ont pas déclenché, sauf aux Pays-Bas, les relèvements de taux d'intérêt intervenus après cette date. Ainsi qu'il a été mentionné dans le commentaire officiel du Federal Reserve Board, la hausse des taux officiels américains a constitué une réponse à la situation en matière d'inflation et d'expansion monétaire, alors que la situation externe du dollar EU n'a même pas été évoquée dans ce commentaire. La mesure prise par les autorités monétaires japonaises et, en partie, celle décidée par la Banque du Canada, s'est inspirée également de considérations d'ordre interne. Par conséquent, la hausse actuelle des taux d'intérêt a été déclenchée par l'escalade des taux d'inflation, à laquelle les banques centrales ont dû réagir de manière appropriée. A cet égard, il y a lieu de rappeler les risques que l'accélération de l'inflation présente pour le développement de la conjoncture mondiale, risques que souligne par exemple le nouveau rapport du GATT.

En ce qui concerne la situation en Allemagne, il convient de signaler que les taux allemands sont modérés si l'on tient compte des tendances inflationnistes internes et du fait que le relèvement des taux officiels n'a eu une incidence que sur les taux du marché à court terme. La hausse des prix à la consommation atteint 5 à 5 1/2%, mais les prix de gros et ceux du secteur de la construction résidentielle progressent actuellement à des rythmes sensiblement plus élevés. Comparé à cette évolution, le rendement de 7,5% sur le marché des capitaux allemand semble être même relativement bas; cette constatation ne signifie cependant pas que les autorités allemandes aient l'intention de provoquer une hausse de ce taux.

Se référant aux critiques formulées par M. de Strycker, M. Emminger souligne que la Deutsche Bundesbank a parfaitement respecté l'esprit de la concertation entre banques centrales, en informant à l'avance, lors des séances de juillet, ses partenaires dans le Groupe des Dix et dans la Communauté, des mesures envisagées. Il ajoute que lui-même et M. Pöhl ont précisé que ces mesures n'avaient qu'une portée limitée en ce sens qu'il ne s'agissait que de suivre une évolution déjà intervenue sur le marché monétaire, et que notamment elles ne devraient pas avoir pour effet de provoquer une hausse des taux du marché des capitaux. Ces prévisions se sont confirmées. La concertation a pour but de donner à chaque participant la possibilité d'exposer

à ses partenaires les motifs, la nature et l'incidence des mesures qu'il est nécessaire de prendre. Si, comme cela arrivera encore probablement, une banque centrale n'arrive pas à convaincre ses partenaires du bien-fondé de sa politique et ne réussit pas à obtenir leur compréhension, voire leur approbation, cette banque centrale peut difficilement être critiquée, du fait qu'elle a néanmoins pris la mesure qui a été considérée comme absolument indispensable sur le plan national.

En ce qui concerne l'incidence des mouvements des différentiels de taux d'intérêt sur l'évolution des cours de change, les événements des années 1978 et 1979 semblent démentir toute relation nette. En effet, en 1978, le dollar EU n'a pas cessé de se déprécier en dépit d'un accroissement continu de l'écart entre les taux d'intérêt américain et allemand, alors que le raffermissement du dollar en 1979 a été accompagné par une réduction de cet écart. Depuis que le dollar s'est inscrit à nouveau en baisse, le différentiel de taux d'intérêt a recommencé à se creuser. Le différentiel de taux d'intérêt entre la Belgique et l'Allemagne est resté élevé, même après le relèvement des taux allemands officiels; à ce niveau, si l'hypothèse d'un rapport entre les différentiels de taux d'intérêt et les cours de change était valable, les flux de capitaux entre la Belgique et l'Allemagne devraient se renverser. Dans le cas de la couronne danoise, le différentiel en faveur de ce pays ne s'est traduit par des entrées de capitaux que pendant une brève période.

Ces considérations amènent à la conclusion que les cours de change sont plutôt déterminés par les facteurs fondamentaux, notamment la situation en matière de balance des paiements courants et de taux d'inflation. Si un écart de par exemple 6 ou 7 points entre les taux d'intérêt n'est pas suffisant pour diriger les flux de capitaux dans la direction souhaitée, un changement de cet écart d'un demi-point ne devrait pas être déterminant pour l'existence ou l'absence de tensions dans le SME.

Le Président pense qu'il n'y a pas de contradiction entre les constatations faites par M. Emminger et les considérations exposées par M. Lamfalussy, ce dernier ayant montré que les différentiels de taux d'intérêt ne peuvent pas, à eux seuls et à court terme, infléchir la direction des flux de capitaux qui relèvent, dans une large mesure, d'autres facteurs ou considérations.

M. Ortolì se félicite de l'exposé fait par M. Emminger qui a présenté, avec beaucoup de clarté, les motivations des autorités allemandes et a ramené à des proportions plus adéquates les craintes qu'on pouvait ressentir. Il n'est pas douteux, toutefois, que l'action sur les taux d'intérêt n'est pas sans influence sur l'évolution à l'intérieur du système de change communautaire et que, comme les autres décisions de politique monétaire et économique, cette action est d'intérêt communautaire. Si ces décisions doivent demeurer, dans l'immédiat, de la compétence nationale, étant donné les responsabilités que les banques centrales assument en matière de maintien de l'équilibre dans leurs propres pays, il sera nécessaire de développer une pratique assurant que l'intérêt communautaire soit de plus en plus pris en compte en liaison avec les progrès réalisés dans le cadre du SME. Selon des modalités qui devraient se développer au fil du temps, les consultations sur les décisions de politique économique et monétaire devraient devenir obligatoires et s'appuyer sur une analyse des effets que pourraient avoir les mesures envisagées sur la situation des autres pays participant au SME. Il serait utile, en outre, que les observations faites lors de ces consultations soient portées, avec discrétion, à la connaissance de l'instance habilitée à prendre les décisions nationales, afin que la voix communautaire soit écoutée, sinon entendue.

M. Pöhl indique qu'il a fait au Conseil de banque centrale de la Deutsche Bundesbank un rapport détaillé sur les observations que certains Gouverneurs ont présentées lors de la séance de juillet au sujet de l'action envisagée et que ces observations ne sont pas restées sans influence sur la décision prise le Conseil de banque centrale. En effet, certains membres de ce Conseil étaient en faveur de mesures d'une portée plus large, mais les arguments avancés par certains Gouverneurs, notamment celui de M. Zijlstra, sur les effets contreproductifs d'une trop forte hausse des taux d'intérêt ont contribué à l'adoption de mesures modérées, constituant le minimum de ce qui semblait être requis. La concertation au sein du Comité des Gouverneurs n'est donc pas seulement utile, mais, dans le cas présent, elle a eu des effets concrets sur la décision prise par les autorités nationales.

M. Zijlstra présente quelques commentaires sur les problèmes soulevés par l'utilisation de la politique monétaire comme instrument de lutte contre l'inflation, sur les motifs de la décision prise par les autorités néerlandaises de suivre le relèvement des taux officiels en Allemagne et sur les

questions relatives à la coordination des politiques monétaires au sein du SME.

L'utilisation de la politique monétaire en vue de lutter contre l'inflation soulève certains problèmes relatifs au dosage et aux instruments mis en jeu. Par exemple, aux Etats-Unis, le fait qu'il est difficile de mettre en oeuvre des politiques budgétaires et des politiques des revenus appropriées, a pour effet d'attribuer à la politique monétaire un rôle trop prédominant et comporte le risque d'un dosage trop fort. En outre, étant donné que les anticipations inflationnistes vont au-delà du rythme d'inflation actuel, une politique qui agit à travers un enchérissement du coût du crédit, est condamnée à être inefficace. D'où le sentiment que tout en reconnaissant la nécessité d'accorder la priorité à la lutte contre l'inflation, il faudrait s'interroger sur le dosage de la politique monétaire et le choix des instruments.

Une politique de hausse des taux d'intérêt est également inefficace dans un pays dont la monnaie est considérée par les marchés comme susceptible d'être réévaluée, car une hausse des taux d'intérêt ne pourrait que renforcer ce sentiment. L'argument selon lequel les taux d'intérêt n'influent pas sur les cours de change ne semble pas valable. Dans une situation caractérisée par un certain état de confiance dans une monnaie, résultant de l'évolution actuelle ou anticipée de l'ensemble des facteurs fondamentaux, le mouvement du différentiel de taux d'intérêt vis-à-vis de l'extérieur doit nécessairement avoir un impact sur les cours de change et les mouvements des capitaux ainsi que des répercussions sur la cohésion des monnaies au sein du SME.

Cette dernière considération a été également à la base de la décision prise aux Pays-Bas de suivre le relèvement des taux officiels allemands. En effet, les autorités néerlandaises tâchent de maintenir le cours du florin aussi proche que possible de celui du DM, estimant qu'une dépréciation de la monnaie nationale ne se justifierait ni par la situation de la balance des paiements courants (celle-ci se trouve dans un état comparable à celle de l'Allemagne et tend d'ailleurs vers l'équilibre), ni par la hausse des prix qui n'est pas plus forte qu'en Allemagne. En outre, une dépréciation du florin rendrait plus difficile la lutte contre l'inflation. A l'avenir, la Nederlandsche Bank n'hésitera pas à agir, dans une situation analogue, de la même façon, en vue d'éviter tout soupçon sur le florin.

Les mesures de politique monétaire, de même que celles des autres politiques que prennent les autorités nationales ne sont jamais sans incidence sur la cohésion du système de change communautaire. De ce fait, les banques centrales assument, dès l'entrée en vigueur du SME, non seulement des responsabilités sur le plan national, mais aussi certaines responsabilités sur le plan communautaire. On se trouve ainsi, à l'heure actuelle, dans un stade intérimaire entre des responsabilités nationales et des décisions supra-nationales et cette situation soulève le problème de la coordination des politiques nationales, problème que M. de Strycker a rappelé à juste titre. Le problème est d'autant plus ardu que la Communauté se trouve en face d'une période difficile. Si l'on aboutissait à la conclusion que les cours-pivots actuels ne peuvent pas être maintenus très longtemps, il conviendrait, d'une part de se préparer, en temps voulu, à un ajustement en vue d'éviter d'agir sous la pression des marchés, d'autre part de s'abstenir de toute politique, soit sur le plan monétaire, soit dans le domaine budgétaire et des revenus, susceptible de renforcer les attentes d'un alignement. A cet égard, il faudrait tirer des enseignements du passé en vue de mieux maîtriser l'avenir.

Le Président tire de la discussion du Comité les conclusions ci-après.

Plusieurs Gouverneurs et M. Ortolí ont souligné que les politiques monétaires, de même que les politiques économiques, qui sont appliquées par les Etats membres doivent être considérées comme une question à la fois d'intérêt national et d'intérêt commun, même si la synthèse de ces deux intérêts est parfois difficile à établir.

Dans cet esprit, les discussions que le Comité a tenues sur les politiques de taux d'intérêt ont été non seulement intéressantes, mais aussi utiles car en poursuivant et en approfondissant ces échanges de vues, il devrait être possible d'arriver progressivement à un consensus général et de définir la synthèse idéale entre les préoccupations nationales et communautaires. Un premier pas, dans cette direction, a été fait lorsque les mesures prises par la Bundesbank en juillet ont été préalablement discutées tant au sein du Groupe des Dix que de celui du Comité des Gouverneurs des banques centrales de la CEE, et que les remarques que certains Gouverneurs ont faites sur les projets de la Bundesbank ont été prises en considération par celle-ci.

Les échanges de vues entre les Gouverneurs devraient donc être poursuivis sans relâche; ils devraient en outre être complétés, en période calme,

par un débat sur l'harmonisation des instruments de politique monétaire. Cette discussion devrait être soigneusement préparée et devrait porter sur les avantages et les inconvénients des instruments qui sont utilisés ou qui sont à la disposition des banques centrales de la CEE; elle pourrait notamment amener les banques centrales à s'inspirer davantage de ce que font leurs partenaires.

III. Réexamen des modalités de fonctionnement du système monétaire européen:
Echange de vues sur les premiers travaux des experts et des Suppléants
et établissement de directives pour la poursuite de ces travaux

A. EXPOSÉ DE M. THERON

M. Théron indique qu'avant de procéder au réexamen de certaines modalités de fonctionnement du SME (cf. partie II), les Suppléants ont estimé utile de dresser un bilan général succinct du fonctionnement du système depuis sa création le 13 mars 1979.

1. BILAN GENERAL SUCCINCT DES SIX PREMIERS MOIS DE FONCTIONNEMENT DU SME

1. Evolution des monnaies communautaires au sein du SME

La mise en oeuvre du nouveau système de change communautaire n'a pas donné lieu aux mouvements spéculatifs que l'on pouvait craindre. Si des tensions au sein du système sont apparues dès le mois d'avril, elles n'ont jamais pris le caractère de crise. Les tensions se sont d'ailleurs réduites vers la mi-juin de telle sorte que, de cette date jusqu'à fin août, les écarts maximaux n'ont plus jamais atteint la limite de 2,25%. Cette limite a toutefois été atteinte avant l'été et depuis le début de septembre, tout d'abord entre la couronne danoise au plus haut de la bande et le franc belge au plus bas, et ultérieurement entre le deutsche mark, qui est devenu la monnaie la plus forte, et le franc belge simultanément ou en alternance avec la couronne danoise.

A côté de ces situations extrêmes, les autres monnaies de la bande étroite ont occupé soit la partie supérieure de la bande pour la livre irlandaise et le franc français, soit une position assez équilibrée de part et d'autre de la médiane pour le florin.

Depuis la fin mars, la lire italienne a constamment été au-delà de la limite de 2,25% sans jamais cependant utiliser plus des 3/4 de sa marge élargie de 6%, tandis que la livre sterling s'est appréciée encore davantage et sa prime par rapport à l'Ecu a atteint fin août environ 6%. Cette appréciation a contraint les autorités irlandaises à rompre, fin mars, la parité 1/1 entre leur monnaie et la livre sterling.

Ces mouvements des monnaies communautaires se sont produits dans le contexte international d'une nouvelle hausse importante des prix du pétrole et d'une évolution du dollar caractérisée par une appréciation quasi continue jusque vers la fin mai, suivie d'un fléchissement marqué en juin et début juillet et, par la suite, de fluctuations assez désordonnées avec une tendance générale à la faiblesse. L'accentuation de cette tendance et des mouvements de capitaux qui l'accompagnent habituellement pourrait aviver les tensions au sein du SME, ce qui semble être le cas depuis le début de septembre.

2. Actions entreprises par les banques centrales de la CEE en vue de stabiliser les cours de change

En vue de stabiliser les cours de change de leurs monnaies dans le système et vis-à-vis de l'extérieur, les banques centrales ont agi sous deux formes en intervenant sur les marchés des changes et en prenant des mesures de politique monétaire interne.

a) Interventions sur les marchés des changes

- Volume des interventions et monnaies mises en oeuvre

Depuis l'instauration du SME, les banques centrales de la CEE ont été très actives sur les marchés; le total des interventions effectuées jusqu'à fin août 1979, y compris les interventions \$/DM de la Federal Reserve Bank of New York, a atteint l'équivalent de plus de 23 milliards de dollars EU à la vente et de 18 milliards de dollars EU à l'achat; il se répartit dans la proportion d'environ 1/3 à 2/3 entre les interventions en monnaies communautaires et celles en dollars EU. Les interventions en monnaies communautaires, équivalant à un total d'environ 4,4 milliards de dollars EU, n'ont été opérées que

pour un peu moins de 30% aux cours limites et plus de 70% à l'intérieur des marges.

Ce développement des interventions intramarginales reflète sans aucun doute l'amélioration de la concertation entre les banques centrales qui a marqué les six premiers mois de fonctionnement du SME; il traduit aussi le souci de ces dernières d'agir sur les marchés avec plus de souplesse et de diversité et répond à l'un des principes de base du SME.

Alors que les interventions en monnaies communautaires ont servi à stabiliser les rapports de change à l'intérieur de la bande étroite de 2,25%, la stabilisation des rapports de change entre le système et l'extérieur s'est effectuée à travers des interventions en dollars EU. Ces interventions ont été faites essentiellement par la Deutsche Bundesbank ainsi que, pour d'autres raisons, par la Banca d'Italia et la Bank of England, ces deux institutions ayant régularisé les cours de leurs monnaies presque exclusivement sous forme d'interventions en dollar EU. Les interventions en dollars n'ont pas été sans poser quelques problèmes à d'autres partenaires, mais dans l'ensemble tous les instituts d'émission de la CEE ont reconnu l'intérêt, en particulier à plus long terme, d'une politique de stabilisation des cours du dollar, à condition toutefois que celle-ci fasse l'objet d'une concertation permanente et satisfaisante au sein de la CEE et avec les autorités américaines.

- Mode de couverture des interventions en monnaies CEE

Le mode de couverture des interventions en monnaies du SME a été très varié; celles-ci ont été réglées au comptant, pour près de 60%, en devises ou par prélèvement sur les réserves et, pour près de 15%, par cession d'avoirs en Ecus; elles n'ont été financées auprès du FECOM que pour un peu plus d'un quart du total. Ce financement à très court terme a été utilisé essentiellement par la Banque Nationale de Belgique.

b) Mesures de politique monétaire interne

Dans plusieurs pays de la Communauté, les interventions sur les marchés des changes ont été complétées par l'adoption de diverses mesures de politique monétaire interne de caractère restrictif puisqu'il s'agissait soit, le plus souvent, de défendre ou de soutenir la monnaie, soit de lutter contre l'inflation, soit de poursuivre les deux objectifs à la fois. Ces mesures ont porté principalement sur les taux d'intérêt qui ont, par exemple, été relevés sensiblement et à plusieurs reprises au Danemark, en Belgique et aux Pays-Bas, dont les monnaies étaient faibles ou discutées. Malgré une monnaie forte et par conséquent pour des motifs en grande partie différents de ceux de leurs partenaires, l'Allemagne a procédé également à un relèvement de ses taux d'intérêt en vue de lutter contre l'inflation. Cette action a fait naître, au sein du Comité des Gouverneurs, certaines critiques relatives au risque d'escalade des taux d'intérêt.

3. Fonctionnement de l'indicateur de divergence

L'indicateur de divergence est un des éléments les plus originaux et les plus nouveaux du SME et à ce titre mérite un chapitre particulier.

L'expérience des six premiers mois a été caractérisée par le fait que deux monnaies faibles ont divergé vers le bas, c'est-à-dire qu'elles ont franchi leur seuil de divergence (75). La première, à savoir le franc belge, est restée au-delà de son seuil, de début mai à la mi-juillet, et proche de celui-ci depuis lors. La seconde, la couronne danoise, a franchi son seuil début juin, est revenue en deçà de 75 en juillet pour rester ensuite en août à ce niveau ou même au-delà. Aucune monnaie n'a divergé vers le haut pendant la période sous revue.

L'utilité de l'indicateur de divergence semble largement reconnue et en particulier on doit noter que la présomption d'action qui est liée au franchissement du seuil a donné lieu à l'adoption des mesures prévues au point 3.6 a) et b) de la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978, à savoir des interventions et des mesures de politique monétaire. Si le fonctionnement de l'indicateur de divergence est considéré, dans l'ensemble, comme satisfaisant, l'expérience de près de six mois a néanmoins fait naître certaines interrogations sur lesquelles s'est penché particulièrement le "Groupe Heyvaert", et qui sont exposées sous le point II, 2, ci-après.

4. Création, utilisation et rémunération des Ecus

Conformément aux dispositions de l'Accord entre les banques centrales de la CEE du 13 mars 1979, les banques centrales de la CEE participant au mécanisme de change ont apporté au FECOM 20% de leurs avoirs en or et 20% des réserves brutes en dollars qu'elles détenaient le 28 février 1979 et ont été ~~créditées~~ par le FECOM d'un montant d'Ecus correspondant à ces apports, à savoir un montant global légèrement supérieur à 23 milliards d'Ecus.

Les opérations de swap ont été renouvelées à leur échéance, le 6 juillet 1979, sur la base des réserves détenues fin juin, pour un montant dépassant légèrement 27,3 milliards d'Ecus. L'augmentation d'environ 4 milliards d'Ecus par rapport aux opérations initiales tient pour les 2/3 à l'inclusion des apports de la Bank of England, qui a fait usage de la faculté prévue à l'article 17.1 de l'Accord, et pour la majeure partie du reste, à la hausse du prix de l'or sur le marché qui a relevé le cours moyen auquel le métal est converti en Ecus.

L'utilisateur principal des avoirs en Ecus a été la Banque Nationale de Belgique qui a cédé 273 millions d'Ecus, soit 14% de ses avoirs en Ecus, essentiellement à la Deutsche Bundesbank et marginalement à la Banque de France; la Dänmarks Nationalbank a cédé un faible montant, moins de 10 millions d'Ecus, pour la plus grande part à la Deutsche Bundesbank.

Ces transferts d'Ecus ont correspondu, pour la majeure partie, à des règlements au comptant d'interventions dans le marché, et pour le solde à des règlements au titre des intérêts encourus sur les positions nettes en Ecus des banques centrales.

Il est rappelé:

- d'une part, que ces positions nettes, comme les opérations de financement à très court terme, font l'objet d'une rémunération à un taux d'intérêt égal à la moyenne arithmétique pondérée des taux d'escompte officiels de toutes les banques centrales; ce taux est passé de 7,25% l'an, en mars, à 8,50% en août 1979, reflétant la hausse générale des taux d'escompte des banques centrales de la CEE;
- d'autre part, que les banques centrales créancières ont accepté les propositions faites par les débiteurs de régler à 100% en Ecus une partie des soldes, alors que les créanciers ne sont pas tenus d'accepter un règlement en Ecus de plus de 50%.

5. Remarques finales

Le premier bilan succinct du fonctionnement du SME permet de faire les quelques remarques générales finales ci-après:

a) L'impression assez satisfaisante que l'on peut retenir dans l'ensemble de ce premier bilan ne devrait pas inciter à trop de "triomphalisme". En effet, le système a démarré dans une ambiance exceptionnellement favorable. Il a notamment bénéficié de la plus grande stabilité du dollar et du changement, intervenu en novembre 1978, de la politique des autorités américaines qui ont manifesté la volonté de prendre une attitude plus active pour défendre leur monnaie. En outre, le système n'a pas eu à faire face à une attaque spéculative sur une monnaie de la Communauté.

b) En dépit de taux d'inflation élevés et diversifiés, la stabilisation des monnaies a été assurée en respectant très largement la lettre et l'esprit des règles du SME et sans recourir à des modifications de cours-pivot qui auraient certainement nui à la crédibilité d'un système naissant.

c) La mise en oeuvre de presque tous les éléments du système permet de constater qu'il n'y a pas lieu d'apporter, à ce stade, des changements importants aux dispositions en vigueur, car dans la période sous revue, qui a été cependant très courte, le système a fonctionné dans l'ensemble de manière satisfaisante.

d) La concertation entre les banques centrales s'est améliorée sensiblement, notamment en ce qui concerne les interventions sur les marchés des changes; des progrès ont aussi été enregistrés en matière de coordination des politiques monétaires. Il est clair cependant qu'un succès durable du SME exige encore plus dans ce domaine ainsi que dans celui de la coordination, au sens le plus large, des politiques et performances économiques; il suppose également la définition et l'application d'une attitude cohérente et commune vis-à-vis des monnaies tierces.

2. PREMIERES DISCUSSIONS DES SUPPLEANTS RELATIVES AU REEXAMEN DE CERTAINES MODALITES DE FONCTIONNEMENT DU SME

Outre le bilan général succinct du fonctionnement du SME pendant les six premiers mois, les Suppléants se sont penchés sur les premiers résultats de l'examen mené par les experts. La discussion des Suppléants s'est appuyée sur le compte rendu présenté par M. Heyvaert et a couvert:

- d'une part, les trois points spécifiques de la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978, à savoir le réexamen des poids des monnaies entrant dans la composition de l'Ecu, le fonctionnement de l'indicateur de divergence et les questions relatives aux soldes accumulés par les pays créditeurs ou débiteurs à monnaies divergentes;
- d'autre part, en vertu du mandat donné par les Gouverneurs, d'étudier tout autre sujet semblant digne d'intérêt, les problèmes relatifs à la politique commune vis-à-vis du dollar EU et aux interventions intramarginales en monnaies communautaires, l'étude de ces deux problèmes ayant été souhaitée par la Banca d'Italia.

1. Réexamen des poids des monnaies entrant dans la composition de l'Ecu

Les Suppléants ont constaté, à titre préliminaire, que la question d'une révision éventuelle de la composition de l'Ecu soulève des problèmes de nature tant politique que technique. Tout en reconnaissant l'importance politique qui s'attache à une modification des poids des monnaies, ils sont convenus de se borner aux implications purement techniques.

De ce dernier point de vue, la meilleure approche semblait être d'actualiser, en utilisant les dernières données connues, les critères économiques sur la base desquels la répartition initiale des poids avait été fixée en 1974. On peut, de la sorte, déceler les différences entre les poids actuels découlant des cours du marché et ceux qui résulteraient de l'application des critères actualisés. Les plus grandes différences ont été constatées, d'une part dans le cas du deutsche mark, qui pourrait avoir un poids inférieur d'environ 6 points au poids actuel et, d'autre part pour la lire italienne dont la pondération pourrait être supérieure de 3 à 4 points selon les critères actualisés.

Cette constatation milite en faveur d'une révision appropriée de la composition du panier de l'Ecu, révision qui est demandée d'ailleurs par la

délégation italienne. On pourrait par conséquent reconnaître la nécessité de procéder à une révision à un moment bien choisi.

Toutefois, étant donné qu'une révision des poids n'entraînerait pas d'effets très importants pour le fonctionnement du système, il a semblé préférable aux Suppléants de ne pas recommander une telle révision dans l'immédiat, mais d'attendre pour cet exercice une occasion ultérieure plus favorable, par exemple le moment de l'introduction de la monnaie grecque dans le panier constituant l'Ecu. La délégation italienne a marqué son accord sur cet avis qui est donc présenté à l'unanimité aux Gouverneurs.

2. Examen du fonctionnement de l'indicateur de divergence

L'utilité de l'indicateur de divergence a été largement reconnue et son fonctionnement est considéré dans l'ensemble comme satisfaisant. Son existence a donné lieu à de nombreuses interventions intramarginales et a incité les banques centrales à prendre des mesures de politique monétaire, qui auraient été peut-être prises moins rapidement en l'absence des informations fournies par l'indicateur de divergence. Il est reconnu également que pour les deux pays en cause (Belgique et Danemark), la divergence de la monnaie qui a été mise en relief par l'indicateur de divergence a correspondu à l'évolution de facteurs fondamentaux.

Toutefois, certains Suppléants ont fait valoir que les informations données par l'indicateur de divergence sont biaisées ou déformées par des particularités de la construction de ce mécanisme.

- D'une part, les différences de poids des monnaies font qu'en principe plus le poids d'une monnaie est faible, plus grande est la probabilité d'atteindre le seuil de divergence. Il est admis, toutefois, que, comparés à ceux des variations des cours de change, ces effets n'ont qu'une importance marginale et que leur neutralisation complète ne pourrait être assurée qu'en donnant le même poids à toutes les monnaies communautaires, ce qui irait à l'encontre du principe de construction de l'Ecu.
- Des conséquences plus importantes résultent de la méthode appliquée actuellement pour corriger la valeur de l'indicateur de divergence des effets du dépassement de la limite de 2,25% par la livre sterling et la lire italienne. Du fait de la fermeté persistante de ces deux monnaies, la méthode de correction n'a pu éviter qu'un facteur

d'inertie ne s'introduise dans le calcul de l'indicateur de divergence. Ainsi, dans la situation actuelle, les monnaies fortes à poids élevé ne peuvent pas diverger vers le haut. Si cette situation se renversait à l'avenir, on pourrait avoir une distorsion en sens inverse.

En vue d'éliminer cette distorsion qui est d'autant plus néfaste que le public accorde, dans certains pays, un grand intérêt à un franchissement du seuil de divergence, une banque centrale estime nécessaire de modifier la méthode de correction actuelle et d'appliquer une formule distincte pour la lire italienne et pour la livre sterling, qui serait comme suit: il s'agirait, pour la lire italienne, de réduire dans la proportion de 2,25 à 6% l'écart bilatéral instantané le plus élevé, tandis que, pour la livre sterling, on calculerait un niveau correspondant à la moyenne arithmétique simple des écarts bilatéraux relevés dans la grille de parités.

D'autres méthodes de correction pourraient être envisagées mais les Suppléants sont quasiment unanimes pour estimer qu'au stade actuel il serait peu opportun de modifier la méthode de calcul de l'indicateur de divergence. Les bénéfices d'un changement de méthode seraient mineurs par rapport aux incertitudes qu'il pourrait faire naître sur les marchés des changes, surtout du fait que ce changement serait difficile à expliquer. En outre, la période d'application de l'indicateur de divergence a été jugée trop courte pour en tirer des conclusions définitives sur le problème de la trop grande inertie contenue dans la méthode de calcul actuelle. D'autres cas de figures pourront se présenter à l'avenir et il faudrait se garder de vouloir modifier un système pour qu'il réponde mieux au cas présent alors qu'il risquerait, dans des circonstances différentes, de ne pas donner de meilleures réponses qu'actuellement.

Si, pour les monnaies à poids faible, l'indicateur de divergence fonctionne correctement, il n'en est pas de même pour celles dont le poids est important. De ce fait, pour une monnaie à poids élevé qui est, par construction, dans l'impossibilité d'atteindre actuellement le seuil de divergence fixé à 75, on pourrait retenir l'idée d'une "plage" située en deçà de ce niveau; le fait d'atteindre cette "plage" entraînerait des concertations et une présomption d'action comparable au franchissement du seuil normal de 75.

3. Examen des questions relatives aux soldes accumulés par les pays créditeurs ou débiteurs à monnaies divergentes

Les Suppléants ont constaté que, parmi les deux banques centrales dont la monnaie a divergé vers le bas, une seule a accumulé des soldes débiteurs auprès du FECOM sans qu'il en résulte un problème particulier. L'expérience des six premiers mois du SME n'a révélé non plus aucune difficulté notable dans le domaine des soldes débiteurs dits involontaires, c'est-à-dire ceux qui naissent d'interventions effectuées à l'intérieur des marges ainsi que d'interventions à la limite réalisées par une banque centrale créditrice à monnaie divergente au moyen d'une monnaie non divergente.

En raison de l'expérience limitée, la plupart des Suppléants n'ont pas estimé utile d'engager, à l'heure actuelle, un débat sur la question d'un traitement préférentiel des dettes et crédits involontaires. Cette question ne devrait cependant pas être perdue de vue et devrait être reprise ultérieurement lorsque des problèmes réels apparaîtront.

4. Politique commune à l'égard du dollar EU

La délégation italienne a estimé utile que soient fixées des règles plus formelles pour la politique d'intervention en dollars EU. Cette opinion n'a pas été partagée par les autres Suppléants. Ceux-ci ont rappelé qu'il existe déjà, en cette matière, un arrangement conclu en mars 1975 dont les dispositions, qui n'ont guère été appliquées jusqu'à présent, pourraient être davantage prises en considération. Ces Suppléants ont souligné l'importance, en vue de mieux coordonner les interventions, d'assurer une concertation permanente entre les banques centrales, y compris les autorités monétaires américaines. Ils ont fait état, d'autre part, comme cela a déjà été mentionné dans le bilan succinct des six premiers mois du fonctionnement du SME, du fait que le mécanisme de concertation a fonctionné, dans l'ensemble, d'une manière relativement satisfaisante.

5. Interventions intramarginales en monnaies communautaires

La délégation italienne s'est également montrée partisan de règles plus formelles en matière d'interventions intramarginales en monnaies communautaires. Les autres Suppléants ont rappelé que ces interventions sont déjà

gouvernées et en quelque sorte encouragées par des principes de l'Accord du 13 mars 1979, à savoir:

- priorité aux interventions en monnaies communautaires,
- diversification des interventions, notamment en liaison avec les informations fournies par l'indicateur de divergence,
- stabilisation des monnaies et cohésion au sein du SME, en évitant en particulier que les monnaies soient poussées à leurs cours limites.

Depuis l'instauration du SME, les politiques d'interventions des banques centrales se sont largement inspirées de ces principes, ce qui s'est traduit par un volume d'interventions intramarginales nettement plus important que celui des interventions aux limites, résultat qui reflète les progrès sensibles enregistrés dans le domaine de la concertation.

Compte tenu de ces considérations, la majorité des Suppléants n'a pas estimé utile d'introduire plus de rigidité dans le domaine des interventions intramarginales, rigidité qui risquerait d'aller à l'encontre du développement de ce type d'intervention.

3. PROPOSITIONS DE PROCEDURE

M. Théron signale que le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert se réunira les 18 et 19 septembre pour rédiger un avant-projet de rapport sur la base des réflexions des Suppléants, dans la mesure où ces réflexions recueillent l'accord des Gouverneurs. L'avant-projet sera examiné par les Suppléants lors d'une réunion à Belgrade et le projet de rapport définitif devrait parvenir aux Gouverneurs une huitaine de jours avant leur séance du 16 octobre 1979.

B. DISCUSSION DU COMITE

Le Président remercie M. Théron de son exposé extrêmement riche et clair ainsi que les Suppléants et les experts des travaux qu'ils ont entrepris.

M. de Strycker se limite à faire un commentaire sur les constatations des Suppléants quant au fonctionnement de l'indicateur de divergence. Comme M. Théron l'a montré, l'indicateur de divergence a joué dans un certain nombre de cas (petites monnaies faibles) alors que, par suite de la situation particulière de la livre sterling et de la lire italienne, il ne peut pas fonctionner correctement pour les grandes monnaies fortes du système. L'indicateur de divergence étant l'innovation la plus importante du nouveau système monétaire européen, il va de soi qu'on ne peut pas s'accomoder de ce défaut grave. M. de Strycker demande que les Suppléants et les experts se penchent attentivement sur cette question et y consacrent de plus amples travaux.

M. Murray partage largement l'avis de M. de Strycker. Le problème relatif à l'indicateur de divergence revêt un caractère fondamental et les études sur ce point devraient être approfondies car la méthode de calcul actuelle ne semble pas être logique. Dans le cas où le consensus final serait de ne procéder à aucun changement dans l'immédiat, étant donné notamment l'expérience limitée en cette matière, il faudrait préciser qu'une telle conclusion n'excluerait pas un changement ultérieur et, par exemple, prendre date pour un nouveau réexamen de la question au printemps 1980.

M. Ortolí met en garde contre les dangers que représentent les rendez-vous à date fixe qui sont de nature à soumettre à des interrogations permanentes le système et son fonctionnement. En vue de se préserver toute la disponibilité et souplesse nécessaires, les Gouverneurs pourraient convenir que chacun d'entre eux peut, à tout moment, soulever un point et demander que le Comité en discute sérieusement.

Le Président conclut l'échange de vues en notant, au nom du Comité, que MM. de Strycker et Murray estiment - opinion que M. Clappier partage lui-même - que les conditions de fonctionnement de l'indicateur de divergence méritent réflexion. Même si cette réflexion ne devait pas aboutir à une action immédiate, il conviendra de trouver, à un terme indéterminé pour l'instant, une meilleure formule.

Les Suppléants et les experts sont donc invités à poursuivre leurs travaux sur ce point.

En vue de faciliter les débats de la prochaine séance du Comité des Gouverneurs du 16 octobre 1979, le Président propose que le secrétariat établisse et fasse parvenir aux Gouverneurs, le plus rapidement possible, à titre d'extrait provisoire du procès-verbal de la présente séance, le texte de l'exposé que M. Théron vient de faire; ce document servirait aux Gouverneurs comme premier élément de réflexion. Sur la base de ce document et du projet de rapport que les Suppléants et les experts établiront dans les prochaines semaines - et qui devrait être disponible une huitaine de jours avant la séance du 16 octobre - les Gouverneurs engageraient un échange de vues qui devrait être concluant. En effet, il convient de tenir compte de l'inconvénient rappelé par M. Ortoli, que représentent les rendez-vous à date fixe. Le Comité des Gouverneurs se réunissant le lendemain de la session d'octobre du Conseil des Ministres des Finances de la CEE, ce dernier ne devrait prendre une décision sur le réexamen du SME que lors de sa session de novembre. On se trouvera dès lors en face d'une période d'environ deux mois qui risque d'être génératrice d'incertitudes pour les marchés des changes.

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

Le Président rappelle que le point le plus important sur l'ordre du jour de ces réunions est la question de la création d'un compte de substitution. En raison de l'heure avancée, et du fait que les banques centrales pourront faire valoir leur point de vue par leurs représentants siégeant au Comité monétaire lors de la séance de ce dernier du 12 septembre 1979, le Président propose de ne pas engager une discussion sur ce point de l'ordre du jour.

V. Examen du Rapport du 29 mai 1979 sur certaines questions relatives aux instruments de la politique monétaire sur la base des réflexions que les Suppléants pourraient présenter

En raison d'autres sujets, dont l'étude était plus urgente, les Suppléants n'ont pu considérer ce point et le Comité ne procède pas à cet examen.

VI. Analyse de la série mensuelle statistique

Par suite de l'heure avancée, le Comité ne procède pas à cette analyse.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Présidence du groupe d'experts sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire

Le Président propose de désigner M. Kjaer, représentant de la Danmarks Nationalbank dans le groupe d'experts, comme Président de celui-ci. M. Hoffmeyer a déjà fait savoir que M. Kjaer serait prêt à accepter ce mandat.

Le Comité marque son accord sur la proposition faite par le Président. Celui-ci indique qu'il transmettra cette proposition au Président du Comité monétaire en espérant que la candidature de M. Kjaer sera agréée également par ce Comité.

2. Réunions périodiques des directeurs du personnel des banques centrales de la CEE

Le Président rappelle que les syndicats des banques centrales européennes tiennent des réunions périodiques, ce qui a amené les directeurs du personnel de certaines banques centrales de la CEE à lancer l'idée de réunions analogues avec leurs homologues dans les autres banques centrales de la Communauté. Il propose d'autoriser les directeurs du personnel des banques centrales de la CEE à se réunir à intervalles réguliers, par exemple une fois par an au début, et si c'est nécessaire plus fréquemment (une fois tous les six mois) ultérieurement, ces réunions ayant lieu par rotation.

Le Comité marque son accord sur la proposition faite par le Président.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

Ainsi qu'il a été décidé par les Gouverneurs lors de leur dernière réunion, le 10 juillet 1979, la prochaine séance du Comité devrait avoir lieu le mardi 16 octobre 1979 à 10 heures 30 à Bruxelles, au siège de la Banque Nationale de Belgique.

11 septembre 1979

ConfidentielTraduction

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

JUILLET ET AOUT 1979

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des pays dont les banques centrales participent à la concertation* et décrit brièvement leurs interventions pendant les mois de juillet et d'août et les premiers jours de septembre 1979.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juillet et août, la situation des marchés des changes a surtout été caractérisée par la persistance de l'incertitude qui s'était manifestée depuis le début de juin au sujet du dollar EU. La valeur de la monnaie américaine exprimée dans les autres monnaies participant à la procédure de concertation a sensiblement varié et, sur nombre de places, d'importantes fluctuations quotidiennes ont souvent été enregistrées. Comme d'habitude pendant la période des congés estivaux, l'étroitesse des marchés a accentué les mouvements des cours de change. Parmi les facteurs qui ont contribué aux fluctuations du dollar contre la plupart des autres monnaies, on peut citer:

- l'accroissement des pressions inflationnistes aux Etats-Unis,
- les perspectives d'aggravation du déficit de la balance des paiements par suite de la hausse des prix du pétrole.

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

A part quelques courtes périodes où le franc belge et la couronne danoise ont subi une certaine pression, aucune tension notable n'est apparue au sein du mécanisme de change européen en juillet et août. En juillet, le franc belge et la couronne danoise ont continué d'occuper tour à tour la position la plus basse dans le système. En août, toutefois, la couronne danoise a été la monnaie la plus faible du bloc tout au long du mois. La faiblesse de la couronne danoise était due soit au remboursement de titres de gouvernement danois, détenus par des non-résidents, soit à l'accroissement du déficit de la balance des paiements courants. Le deutsche mark a occupé la position la plus forte à l'intérieur de la bande étroite pendant toute la période juillet-août.

Le 29 juin, la Banque Nationale de Belgique a porté de 9 à 11% le taux de ses avances sur titres et a rétabli un système de réescompte à deux degrés. L'effet de ces mesures, ainsi que les interventions intramarginales substantielles de la Banque Nationale de Belgique, ont aidé le franc belge à s'élever, dans les derniers jours de juillet, juste au-dessus de la couronne danoise; il s'est maintenu à cette position pendant le reste de la période sous revue.

La demande en deutsche marks, qui était devenue assez forte fin juin lors de la conférence de l'OPEP et du sommet de Tokyo, s'est poursuivie durant la plus grande partie du mois de juillet. De substantiels achats de dollars EU contre deutsche marks ont été effectués par la Federal Reserve Bank of New York (dans la seconde quinzaine du mois) et, à une échelle moindre, par la Deutsche Bundesbank. Vers la fin juillet, lorsque l'accroissement du déficit de la balance des paiements courants est devenu public, le deutsche mark s'est affaibli et les marchés se sont calmés, notamment jusqu'à fin août. Néanmoins le deutsche mark est demeuré la monnaie la plus forte de la bande étroite du SME. Le 12 juillet, la Deutsche Bundesbank a annoncé qu'elle relevait son taux d'escompte de 1%, le portant à 5%, et le taux de ses avances sur titres de 1/2% le portant à 6%, tandis qu'au cours des deux mois sous revue, les taux monétaire interne et externe ont augmenté d'un peu plus d'un point.

Les mouvements des autres monnaies au sein du mécanisme de change européen ont été moins prononcés. Le franc français, qui se situait dans la moitié supérieure de la bande étroite en juin et pendant la première moitié de juillet, a commencé à faiblir quelque peu vers la mi-juillet. Durant la seconde quinzaine du mois, il est parfois tombé au-dessous du niveau médian de la bande, mais par la suite il a regagné la moitié supérieure, où il s'est maintenu pendant le reste de la période sous revue.

Le cours de la livre irlandaise a continué d'être régularisé par la Central Bank of Ireland dans le cadre des arrangements transitoires adoptés après la rupture du lien avec la livre sterling. Cette dernière monnaie s'étant rapidement appréciée vers la fin de juillet, la Central Bank of Ireland a laissé le cours de la livre irlandaise monter, pendant un temps très court, jusqu'au sommet de la bande de fluctuation du SME, s'efforçant de la sorte de lisser l'évolution de sa monnaie par rapport à la livre sterling. A la fin août, la livre irlandaise cotait £ 0,9160 contre sterling, ce qui représente une baisse de 2,8% depuis fin juin.

Le florin néerlandais, qui s'était affaibli en juin, a continué de fléchir au sein de la bande au début de juillet. Par la suite, au cours de ce même mois, après que le taux d'escompte eût été porté, en deux étapes, de 7 à 8%, le florin s'est renforcé; il a regagné un niveau voisin de celui de fin juin et est resté assez stable pendant le reste de la période.

La lire italienne, dont les marges de fluctuation sont plus larges, est restée ferme pendant toute la période et a enregistré des gains contre la plupart des autres monnaies participantes. Elle a toutefois baissé de 2% par rapport à la livre sterling sur l'ensemble de la période.

En juillet, la livre sterling a enregistré des hausses spectaculaires contre toutes les monnaies: à la date du 26 juillet, malgré les achats de dollars EU d'une ampleur considérable effectués par la Bank of England, la monnaie britannique faisait état d'une amélioration, à l'égard du dollar EU, de près de 7 1/2% par rapport à son niveau de fin juin. Elle avait alors presque atteint le cours le plus élevé depuis quatre ans à l'égard de la plupart des grandes monnaies. Cette évolution a été due en partie aux taux d'intérêt élevés et à une position favorable en matière d'énergie. Des prises de bénéfices ont toutefois provoqué, le 31 juillet 1979, une forte baisse du sterling qui s'est poursuivie dans la deuxième semaine d'août. Par la suite, la monnaie britannique a recommencé à monter par rapport au dollar. A la fin de la période sous revue, elle avait sensiblement dépassé son niveau de fin juin, mais se situait en dessous du maximum de fin juillet. Le taux de change effectif de la livre sterling à fin août s'établissait à 71,9 contre 69,5 fin juin.

Les fluctuations de cours de change qui viennent d'être exposées dans leurs grandes lignes ont affecté la valeur de l'Ecu pendant toute la période sous revue. Fin août, l'Ecu s'était apprécié par rapport au niveau atteint fin juin par toutes les monnaies participant à la procédure

de concertation, à l'exception de la livre sterling et de la lire italienne, à l'égard desquelles il s'est déprécié de 2,3% et de 0,4% respectivement. C'est par rapport au yen japonais que l'Ecu a enregistré le gain le plus marqué (+ 3,0%). Des accroissements substantiels ont été notés à l'égard du dollar EU (+ 1,5%), du dollar canadien (+ 1,6%), du franc suisse (+ 1,2%) et du franc français (+ 1,0%). L'Ecu s'est amélioré plus faiblement par rapport à la couronne danoise (+ 0,8%), à la livre irlandaise (+ 0,6%), au franc belge (+ 0,4%) et au florin néerlandais (+ 0,3%). Il est resté assez stable vis-à-vis du deutsche mark (0,2%) et de la couronne norvégienne (0,1%) et sans changement à l'égard de la couronne suédoise.

A part la couronne danoise, qui a très légèrement dépassé son seuil de divergence pendant quelques jours au cours des deux premières semaines d'août ainsi que le 31 août, aucune monnaie n'a divergé durant toute la période envisagée.

Pendant la majeure partie de juillet, le dollar EU s'est notablement affaibli contre la plupart des monnaies, traduisant l'incertitude latente quant à la vigueur et à l'orientation de l'économie des Etats-Unis. La Federal Reserve Bank of New York a porté son taux d'escompte de 9 1/2 à 10% le 20 juillet et est intervenue de manière énergique en Extrême-Orient ainsi qu'à New York. Ces mesures, ainsi que la nomination de M. Volcker au poste de Président du Federal Reserve Board, ont contribué à améliorer la tenue du dollar vers la fin de juillet. Ultérieurement, la publication de résultats du commerce extérieur meilleurs que prévu pour le mois de juin a renforcé les progrès du dollar. Après une période assez calme au début d'août, la monnaie américaine s'est de nouveau affaiblie en réaction à la hausse décevante enregistrée par l'indice des prix de gros pour la fin juillet. Le 16 août, la Federal Reserve Bank of New York annonçait un nouveau relèvement du taux d'escompte, porté de 10 à 10 1/2%. Dans les derniers jours du mois, le dollar a été soumis à de nouvelles pressions qui ont provoqué son affaiblissement contre la plupart des autres monnaies.

En termes de dollars EU, le cours du dollar canadien n'a guère changé sur l'ensemble des deux mois sous revue. Des inquiétudes sur la performance canadienne en matière de balance commerciale et de balance des paiements courants ont pesé temporairement sur le cours de cette monnaie, qui, en revanche, a été soutenu par de substantielles importations de capitaux et par l'attention

accrue portée sur le potentiel d'énergie canadien. Le 23 juillet, la Banque du Canada a relevé son taux d'escompte de 1/2 point.

Alors que pendant tout le mois de juillet le yen japonais avait considérablement varié par rapport au dollar EU, il se trouvait à la fin du mois à un niveau peu différent de celui de fin juin. La Banque du Japon a relevé son taux d'escompte de 1% le 24 juillet, le portant à 5,25%. Après être resté assez stable vis-à-vis du dollar EU pendant la première quinzaine d'août, le yen s'est ensuite affaibli, pour terminer la période à 1,3% en dessous de son cours de fin juin contre dollar EU.

Après avoir suivi une évolution analogue à celle de la plupart des autres grandes monnaies par rapport au dollar en juillet et août, le franc suisse enregistrait, en fin de période, une légère amélioration à l'égard de la monnaie américaine.

En juillet, la Sveriges Riksbank a procédé à d'assez importantes ventes de dollars EU. Après la prise de certaines mesures monétaires, notamment le relèvement du taux d'escompte, d'un demi-point, à 7%, le volume des interventions a diminué. La Norges Bank est intervenue, pendant la période sous revue, en achetant des quantités relativement faibles de dollars. Fin août, la couronne norvégienne et la couronne suédoise s'étaient améliorées, contre dollar EU, respectivement de 1,4 et de 1,5% par rapport à leur niveau de fin juin.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

En juillet, le groupe des banques centrales participant à la procédure de consultation a été acheteur net de dollars EU pour un montant de \$4,6 milliards (compte tenu de la contrepartie des ventes de monnaies européennes effectuées par la Federal Reserve Bank of New York). En juin, les achats nets avaient atteint \$5,3 milliards. Les achats bruts de dollars, pour un total de \$6,9 milliards, ont été effectués en majeure partie contre deutsche marks, francs suisses et livres sterling. Les transactions contre deutsche marks ont été opérées pour la plupart à New York. La Banca d'Italia et la Banque du Canada ont également acheté des dollars, mais en quantités plus faibles. Les ventes brutes de dollars se sont élevées à \$2,3 milliards; un peu plus des quatre cinquièmes ont été effectués par la Banque Nationale Suisse, la Bundesbank, la Bank of England, la Sveriges Riksbank et la Banque du Canada.

Pour août, le solde net global des opérations des banques centrales s'est inversé, les ventes nettes de dollars s'élevant à \$0,7 milliard, y compris la contrepartie des ventes de monnaies européennes effectuées par la Federal Reserve Bank of New York, qui d'ailleurs ont été inférieures à celles du mois précédent. Les achats bruts de dollars, pour un montant de \$3,3 milliards, ont été effectués en majeure partie contre livres sterling, deutsche marks (à New York pour les deux tiers environ), liras italiennes et dollars canadiens. Les ventes brutes de dollars ont atteint \$4,0 milliards; les cessions opérées par la Bank of England et la Banque Nationale Suisse ont représenté près de la moitié de ce montant, le solde consistant en ventes de moindre importance effectuées par la plupart des autres banques centrales.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

En juillet, les interventions en monnaies du SME ont porté sur la contre-valeur de \$EU 1,0 milliard, contre un total de \$1,5 milliard en juin. Ces interventions, qui consistaient en ventes intramarginales de deutsche marks, ont été effectuées principalement par la Banque de France, la Banque Nationale de Belgique et, à un degré moindre, par la Nederlandsche Bank. Leur montant global a été financé à hauteur de près de 60% par voie de règlement au comptant en dollars, à concurrence de 28% par l'intermédiaire du FECOM, et pour le solde par des prélèvements sur les réserves.

Dans le cadre des achats bruts susmentionnés de dollars EU à hauteur de \$6,9 milliards, la Federal Reserve Bank of New York a vendu des deutsche marks pour l'équivalent de \$2,9 milliards, ainsi qu'une très faible quantité de francs suisses.

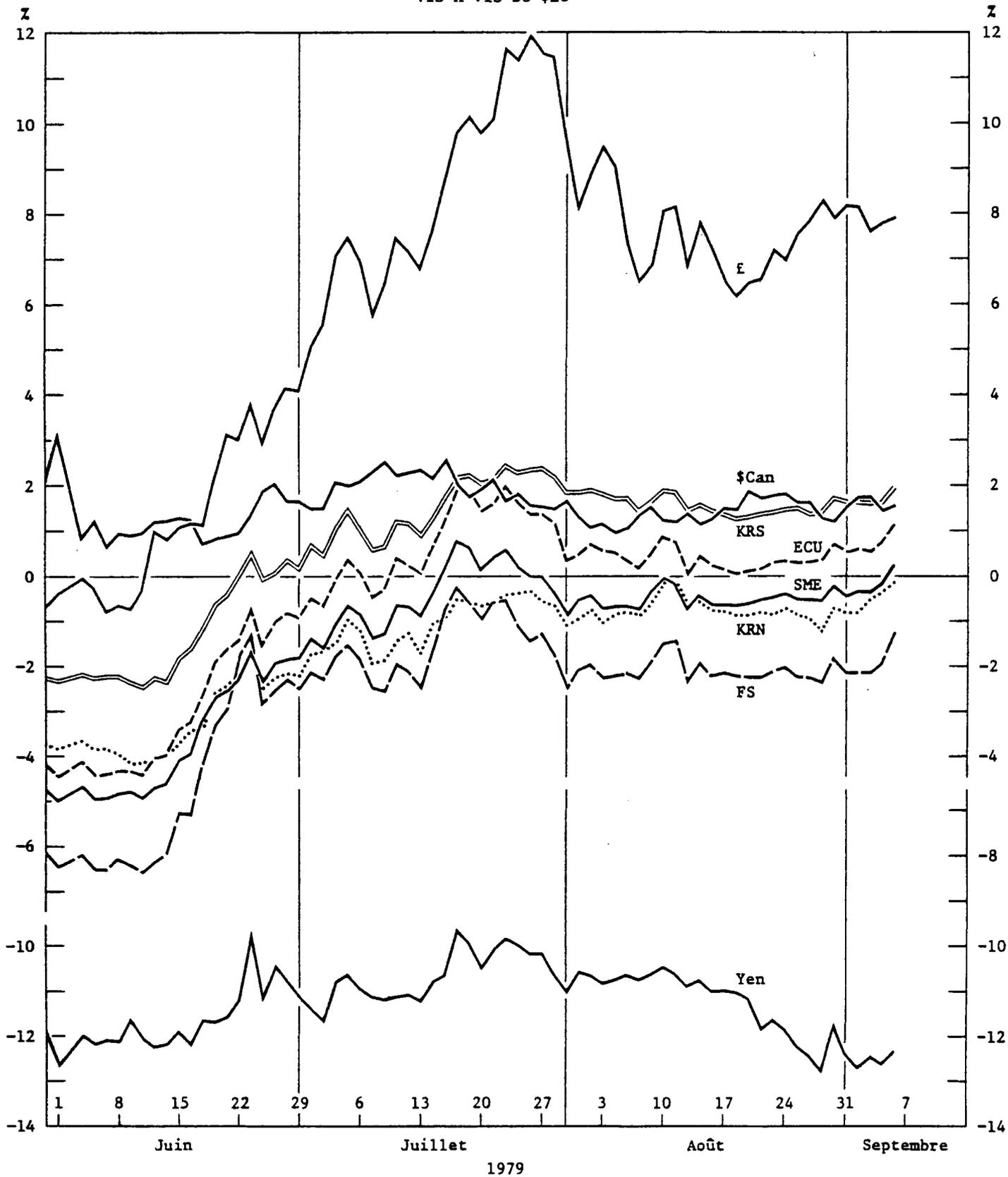
En août, le niveau des interventions en monnaies du SME a enregistré un fléchissement sensible (\$0,35 milliard seulement), reflétant l'absence de toute tension qui a caractérisé le SME jusque peu avant la fin du mois. Ce total a essentiellement représenté des ventes intramarginales de deutsche marks contre francs belges et franc français, ainsi que quelques ventes - au cours limite pour la plupart - de deutsche marks contre couronnes danoises. Le financement de ces interventions a été réparti assez également entre les crédits du FECOM et le règlement au comptant en dollars.

De plus, les ventes de deutsche marks effectuées par la Federal Reserve Bank of New York n'ont représenté que l'équivalent de \$0,4 milliard.

Pendant la première semaine de septembre, le dollar EU a continué de s'affaiblir contre la plupart des monnaies à l'exception de la livre sterling, du dollar canadien et du yen. La Federal Reserve Bank of New York est intervenue activement en achetant des dollars EU contre deutsche marks. La livre sterling s'est d'abord inscrite en baisse par rapport au dollar, puis s'est légèrement redressée, regagnant en partie le terrain perdu. Le yen japonais a évolué de façon assez désordonnée vis-à-vis de la monnaie américaine, la pression à la baisse exercée sur celle-ci lui permettant de rattraper ses pertes antérieures. Le dollar canadien est resté très stable à l'égard du dollar EU.

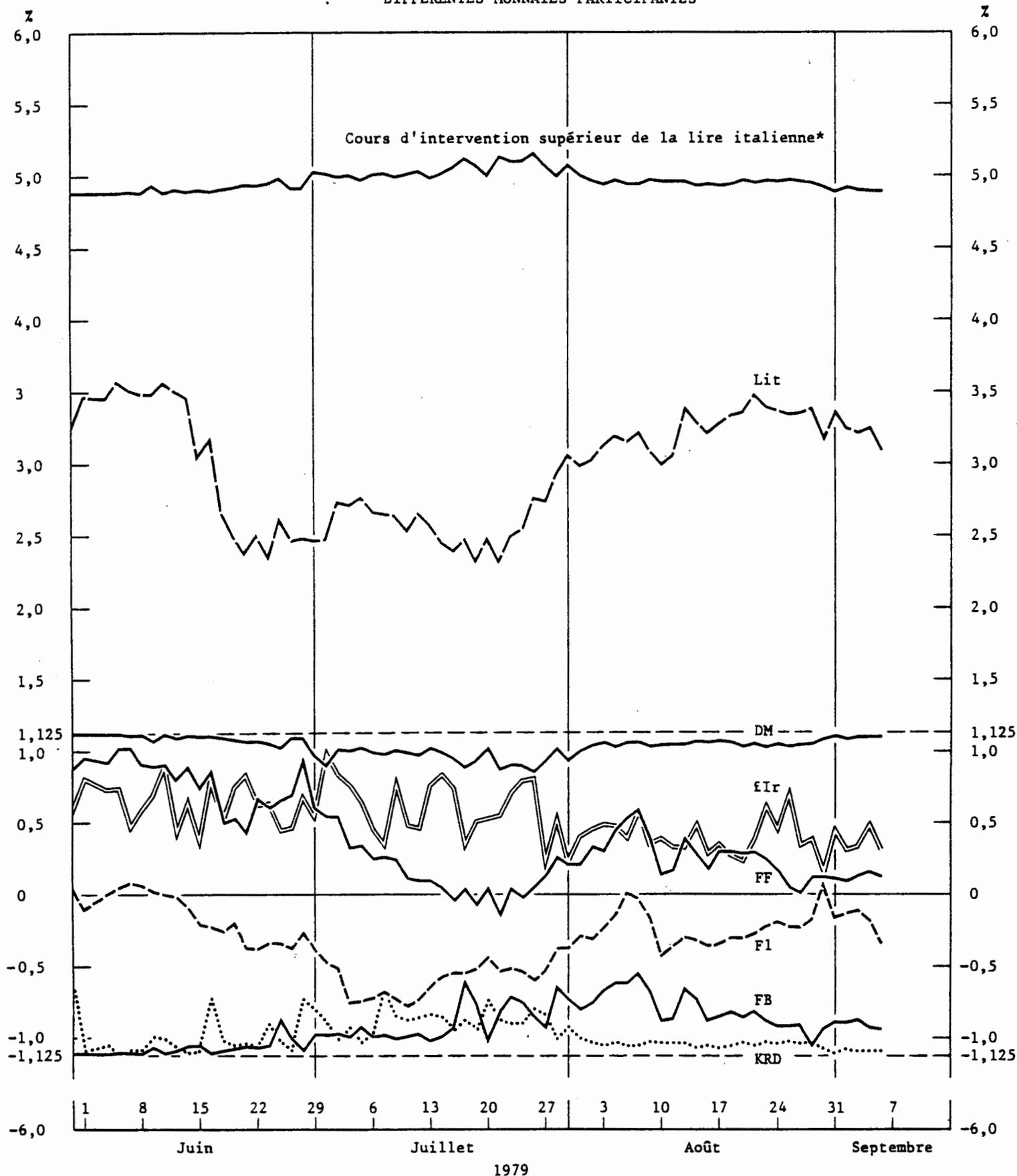
Contrairement au calme relatif qui a régné en août, on a assisté, début septembre, à une réapparition de tensions au sein du système monétaire européen, tandis que circulaient de nouveau des bruits au sujet de réalignements dans le système. Le deutsche mark et la couronne danoise se sont trouvés, dès le début de septembre, séparés par toute la largeur de la bande de 2,25%, et se sont maintenus à cette position pendant la majeure partie de la semaine. La pression à la baisse exercée sur la couronne danoise a porté cette monnaie à son seuil de divergence, voire très légèrement au-delà, pendant presque toute la semaine. La Bundesbank et la Danmarks Nationalbank ont opéré d'importantes interventions aux limites. La Banque Nationale de Belgique est intervenue en vendant des deutsche marks en quantités assez élevées, à l'intérieur de la marge, pour atténuer la pression à la baisse exercée sur sa monnaie. La Banque de France a effectué des ventes assez importantes de deutsche marks à l'intérieur des limites. La Banque Nationale Suisse est intervenue activement en vendant un volume appréciable de dollars EU et une quantité restreinte de deutsche marks, mais la situation s'est renversée les deux derniers jours de la période sous revue.

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*



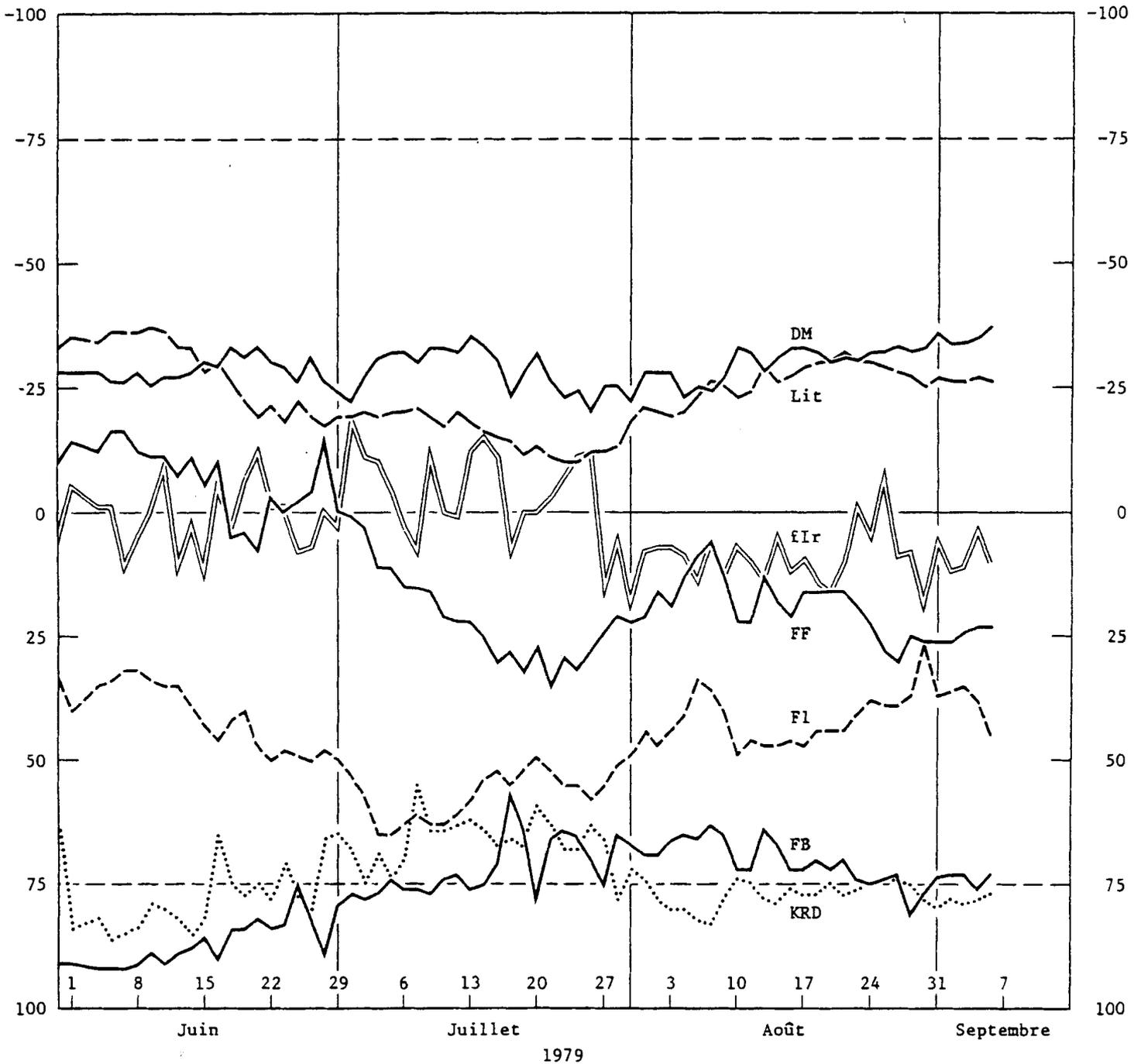
*ECU 1,37773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;
 £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

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



* Le cours d'intervention supérieur de la lire italienne représente l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

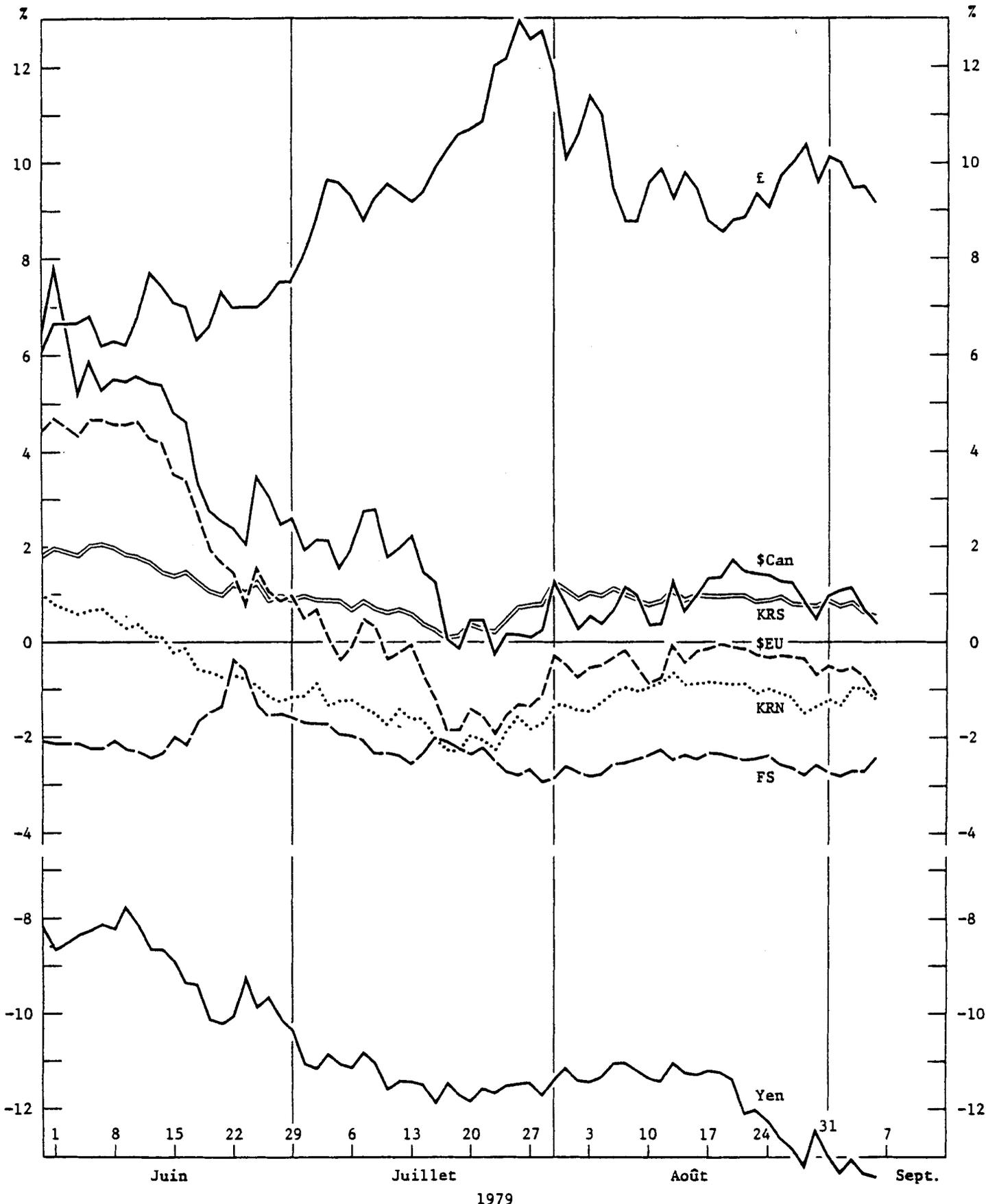
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



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

6 septembre 1979/MED

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; \$Can 1,63377; FS 2,23280; KRS 5,88910; KRN 6,88210; Yen 266,000; \$EU 1,37773.