

PROCES-VERBAL*

DE LA CENT-TRENTE-SIXIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 JUILLET 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 Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Schlüter; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Breen; 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 et Timmerman; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Directeur Général des affaires économiques et financières à la Commission des Communautés européennes, M. Padoa Schioppa, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; 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.

Le Président signale que M. Ortoli s'est excusé de ne pas être en mesure d'assister à la présente séance; il est remplacé par M. Padoa-Schioppa, successeur de M. Mosca, comme Directeur Général des affaires économiques et financières à la Commission, auquel le Président souhaite une très cordiale bienvenue.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 11 septembre 1979, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 135e séance

Le procès-verbal de la 135e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de trois amendements de caractère rédactionnel concernant les interventions faites par MM. Heyvaert (page 2) Murray (page 10) et Emminger (page 12); ces trois modifications seront incorporées dans le texte définitif.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de juin et des premiers jours de juillet 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 signale également que les participants à la présente séance ont reçu, en plus des deux tableaux habituels récapitulant l'ensemble des opérations faites par les banques centrales participant à la concertation respectivement au cours du mois de juin et du premier semestre 1979, trois nouveaux tableaux concernant juin 1979:

- le premier donne les interventions brutes (achats et ventes) en dollars effectuées par chacune des banques centrales participant à la concertation,
- le deuxième fournit, pour les interventions effectuées en monnaies communautaires dans le cadre du SME, la ventilation entre les interventions aux cours limites et les interventions intramarginales ainsi que leur mode de financement,
- le troisième donne les montants de monnaies de la CEE mis en oeuvre dans le cadre des interventions tant contre dollars EU que contre monnaies européennes.

Ces tableaux font notamment ressortir:

- d'une part, que l'achat net global de dollars EU effectué par l'ensemble des banques centrales de la CEE, a atteint, en juin, à peu près le même montant que les interventions effectuées en monnaies communautaires dans le cadre du SME (environ \$1,5 milliard),

- d'autre part, que le volume global de ces dernières interventions se répartit pour moitié entre interventions intramarginales et interventions aux cours limites et a été couvert selon des modalités assez variées.

Le Président remercie M. Heyvaert pour son exposé très clair et pour la nouvelle documentation sous la forme des trois tableaux, l'ensemble constituant une excellente synthèse des événements qui se sont produits sur les marchés des changes. Il constate l'accord du Comité sur le texte du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

B. Examen du fonctionnement de la concertation communautaire

Le Président propose que sous réserve d'observations strictement limitées aux politiques d'interventions que tel ou tel Gouverneur pourrait souhaiter faire, le Comité procède à son échange de vues habituel sur le fonctionnement de la concertation communautaire en liaison avec le point III de l'ordre du jour et après avoir entendu les exposés de M. Lamfalussy et de M. Théron; ce dernier présentera les résultats des discussions des Suppléants lors de leur séance du lundi 9 juillet 1979.

III. Echange de vues sur la coordination des politiques monétaires et notamment des politiques de taux d'intérêt appliquées par les pays de la CEE

A. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy signale à titre préalable qu'il a fait préparer trois tableaux récapitulants, pour les pays de la CEE et pour certains autres pays industrialisés, l'évolution des taux d'intérêt nationaux à court et à long terme, des taux sur les euro-marchés et des prix de gros et à la consommation.

Il ressort de ces tableaux qu'à l'exception des Etats-Unis et de la Suisse, les taux d'intérêt affichent partout une hausse qui semble s'accélérer. En revanche, les motivations qui sont à la base des politiques de relèvement des taux d'intérêt varient selon les pays: elles s'inspirent exclusivement de considérations externes en Belgique et au Danemark tandis que dans d'autres pays elles sont davantage d'ordre interne, à savoir soit la surchauffe de la conjoncture (par exemple en Allemagne), soit exclusivement la hausse des prix (par exemple au Royaume-Uni).

La hausse des taux d'intérêt soulève deux questions:

- L'escalade des taux d'intérêt dans la plupart des pays industrialisés est-elle justifiée ?
- Quelles sont les conséquences des différences dans le comportement et les motivations des pays ?

En ce qui concerne la première question, il est indubitable que la recrudescence de l'inflation, notamment au niveau des prix de gros, justifie une certaine tendance à la hausse des taux d'intérêt, qui est peut-être déjà trop forte et qui constituerait en tout cas une médecine excessive si l'escalade continuait. En effet, l'accélération de l'inflation ne peut pas être attribuée, contrairement à la situation en 1973/74, à un laxisme monétaire, mais est due, dans une large mesure, à l'enchérissement brutal du pétrole, d'autres matières premières et des produits agricoles. Ce phénomène n'est pas le résultat d'une demande excédentaire, mais plutôt d'une rupture du côté de l'offre ou d'un changement dans les conditions atmosphériques. Certes, mêmes dans ces conditions, une politique monétaire restrictive pourrait avoir un effet bénéfique sur le plan mondial en provoquant une récession et ainsi en annulant ou en atténuant la détérioration des termes de l'échange que les pays occidentaux subissent par suite de l'enchérissement du pétrole. Une telle politique n'est cependant pas la plus appropriée. En effet, on peut arguer qu'en présence d'une rupture de l'offre, l'ajustement devrait être opéré plutôt dans le domaine des revenus que par une contraction de l'activité. En conclusion, une politique monétaire restrictive est justifiée jusqu'à un certain degré mais pas au rythme actuel de hausse des taux d'intérêt.

En ce qui concerne la seconde question, il serait miraculeux que les politiques s'inspirant, comme il a été dit, de motivations complexes et variées selon les pays, aboutissent à un ensemble cohérent et sans conflit. Il semble donc naturel que des anomalies se produisent. Les deux plus importantes sont:

- . l'évolution divergente des taux d'intérêt aux Etats-Unis et dans certains pays européens,
- . les divergences au sein même de la CEE.

Si l'on compare les taux des euro-marchés, on constate que le différentiel entre le dollar EU et le DM est tombé de plus de 8 points à fin décembre 1978 à 4 points début juillet 1979. Au cours de la même période, le différentiel négatif vis-à-vis d'autres monnaies européennes, notamment la livre sterling, s'est encore accentué. Ces mouvements ne se justifient guère par des différences dans la hausse des prix à la consommation laquelle s'accélère partout, ou dans celle des prix de gros, qui, par exemple, est nettement plus élevée aux Etats-Unis qu'au Royaume-Uni.

Au sein de la Communauté, il existe des différentiels de taux d'intérêt importants (de 2 à 5 points) entre la Belgique, le Danemark et les Pays-Bas d'une part, et l'Allemagne d'autre part, qui ne sont pas justifiés non plus par les taux d'inflation dans les pays concernés.

En conclusion, les politiques actuelles en matière de taux d'intérêt ne sont guère compatibles avec l'objectif d'une stabilité des taux de change; si, de surcroît, elles devaient être poursuivies, elles rendraient nécessaire un réalignement des parités et/ou une augmentation considérable des interventions sur les marchés des changes.

B. Exposé de M. Théron

M. Théron indique que lors de l'échange de vues des Suppléants sur les politiques de change et de taux d'intérêt, il est apparu que tous les pays de la CEE ont de plus en plus tendance à devancer les événements plutôt que de les corriger. Cette tendance se manifeste dans le domaine des politiques d'interventions:

- par le développement marqué des interventions intramarginales,
- par un recours relativement limité au financement à très court terme dans le cadre du FECOM et une préférence donnée au règlement par prélèvements sur les réserves, lesquelles sont alimentées, à l'occasion, par des emprunts à l'extérieur.

Sur le plan des politiques de taux d'intérêt, on dénote la même vigilance: nombre de pays de la CEE, dont les monnaies sont considérées comme faibles, n'hésitent pas à relever de façon énergique et rapide leurs taux afin de limiter ou d'éviter des sorties de réserves. Dans certains pays, ces actions entrent en conflit avec les objectifs d'ordre interne. L'impression générale est que si, sur le plan national, les motivations des politiques actuelles sont valables, il existe une certaine incompatibilité entre les politiques de taux d'intérêt actuellement appliquées par les pays membres.

C. Discussions du Comité

M. Hoffmeyer fait les trois commentaires suivants:

- En ce qui concerne le danger d'une réaction excessive de la politique monétaire, il est à noter qu'en plus de l'augmentation des prix du pétrole et des matières premières, les pressions inflationnistes d'ordre interne ont tendance à s'accroître au Danemark. Ce dernier facteur a contribué à la

décision prise par les autorités danoises de resserrer leur politique monétaire.

- Dans le cadre du SME, le Danemark joue un rôle passif car la faiblesse de la position externe ne donne pas à ce pays une marge de manoeuvre dans la poursuite de sa politique de taux d'intérêt.

- L'analyse présentée par M. Lamfalussy attache trop d'importance aux taux d'intérêt et aux taux d'inflation et fait abstraction d'autres facteurs ayant un impact sur les marchés des changes. Ces facteurs peuvent être des données fondamentales et en particulier les anticipations d'un réalignement des parités qui expliquent largement les différentiels de taux d'intérêt actuels. Il semble, à cet égard, qu'une attitude ferme des autorités monétaires peut éliminer ces anticipations et rétablir l'équilibre sur les marchés des changes.

M. Richardson expose les raisons à l'origine des mesures monétaires qui ont été récemment prises dans le contexte de la présentation du nouveau budget. Bien que le taux d'accroissement de £M3 pour l'ensemble de l'année financière 1978/79 se soit situé à l'intérieur de la fourchette de 8 à 12%, fixée en avril 1978, cet agrégat monétaire a progressé depuis octobre 1978, à un rythme annuel (14%) qui dépasse la limite supérieure de la zone-cible fixée par l'ancien gouvernement, et qui est estimé beaucoup trop rapide par le nouveau gouvernement. Les crédits bancaires ont contribué tout particulièrement à cette accélération du rythme d'accroissement de £M3, même si l'on tient compte de certaines distorsions. Dans le domaine des finances publiques, il est à noter que, durant l'année financière 1978/79, le besoin de financement, avec 9¼ milliards de livres sterling, a dépassé les prévisions; il a dû, en outre, se développer à un rythme encore plus élevé au cours du dernier mois. En revanche, les opérations avec l'extérieur ont exercé, malgré la fermeté de la livre sterling, un léger effet de contraction sur l'évolution de la masse monétaire.

Le nouveau budget reflète l'intention manifestée par le gouvernement de changer l'orientation de la politique économique; il prévoit notamment:

- une diminution importante des dépenses publiques pour en arrêter le taux d'accroissement qui s'était accéléré l'année dernière,
- une réduction substantielle de la taxation directe, les moins-values étant compensées par un relèvement des impôts indirects.

L'orientation plus restrictive de la politique budgétaire et fiscale ne se fera sentir que progressivement; en particulier, l'allègement

des impôts directs, qui s'appliquera aux revenus dès le début d'avril 1979, agira plus vite que le relèvement de la TVA.

Le gouvernement a en outre décidé un démantèlement important du contrôle des changes. Quant à la politique monétaire, un léger resserrement était considéré comme nécessaire et une zone-cible de 7 à 11% a été fixée pour l'accroissement de £M3 dans les dix mois à partir de juin 1979. En vue d'atteindre cet objectif, les autorités monétaires ont jugé nécessaire de relever le "minimum lending rate". La motivation de cette décision est exclusivement d'ordre interne, car, en l'absence d'une politique de revenus formelle, les politiques budgétaire et monétaire doivent exercer une contrainte suffisante sur les tendances inflationnistes qui subiront l'effet du glissement des impôts directs vers les impôts indirects.

A l'arme des taux d'intérêt s'ajoute le système des dépôts spéciaux sur les engagements rémunérés qui, dans une certaine mesure, dissuade les banques d'étendre leurs crédits; les autorités monétaires se trouvent toutefois actuellement devant la nécessité de modérer, dans les délais les plus courts, la progression des agrégats monétaires car leur action ne sera aidée que progressivement par la réduction des dépenses publiques.

Dans une situation caractérisée par les problèmes d'offre et de prix du pétrole, des conflits d'objectifs sont inévitables pour un pays producteur de pétrole qui poursuit une politique monétaire ferme. Toutefois, les autorités ne voient aucune possibilité de relâcher cette politique. Les taux d'intérêt réels sont à peine positifs et même si la hausse des prix qu'entraînera le relèvement de la TVA n'a lieu qu'une fois pour toutes, l'inflation doit être combattue. L'assouplissement du contrôle des changes ne représente qu'un premier pas et n'apas eu encore d'effets précis.

On peut espérer obtenir une modération du rythme d'expansion de la masse monétaire qui permettrait alors de réduire le niveau des taux d'intérêt à court terme, les taux à long terme ayant déjà baissé quelque peu.

M. Richardson conclut en indiquant que si l'on considère en particulier la relation dollar/livre sterling, le niveau actuel des taux d'intérêt britanniques apparaît approprié alors qu'il n'en est pas de même pour le niveau des taux américains, ce qui conduit à mettre en question la politique de taux d'intérêt menée actuellement aux Etats-Unis.

M. Pöhl fait remarquer que le dilemme entre les objectifs d'ordre externe et d'ordre interne sur lequel M. Lamfalussy a attiré l'attention du Comité, a été accentué non seulement par l'instauration du nouveau système monétaire européen, mais aussi par la nouvelle orientation de la politique de change américaine, décidée en novembre 1978. Il en résulte, pour la relation dollar EU/deutsche mark, qu'il faut s'accomoder de mouvements de capitaux de grande ampleur. Ainsi aux entrées importantes vers la fin de 1978 ont succédé des sorties d'un ordre de grandeur comparable jusqu'à la mi-juin, époque où la tendance semble s'être renversée à nouveau. Depuis cette date, en effet, les achats nets de dollars EU ont atteint un montant équivalent à 7 milliards de DM auquel se sont ajoutés des achats de monnaies européennes à hauteur de 4 milliards de DM.

L'ampleur des mouvements de capitaux dans le cadre de la relation DM/dollar EU contraint les autorités allemandes à développer et à raffiner les instruments appropriés pour en compenser les effets monétaires comme, par exemple, la politique d'open-market sous forme d'opérations de swap avec les banques commerciales. On se trouve, cependant, encore dans une phase expérimentale, car le rôle du DM en tant que monnaie de réserve la plus importante après le dollar EU est un fait qui n'est pas encore reconnu et saisi par tout le monde.

La réduction du différentiel de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Allemagne s'est produite dans le contexte du raffermissement du dollar EU et ne constitue pas la seule cause de la nouvelle faiblesse du dollar EU; celle-ci semble être due plutôt à d'autres facteurs, en particulier, la politique américaine en matière d'énergie. Il n'en demeure pas moins que les taux d'intérêt américains apparaissent trop bas par rapport au taux d'inflation et font d'ailleurs ressortir des taux réels négatifs.

Le dilemme entre l'objectif de politique monétaire interne et les considérations d'ordre externe ne peut pas être résolu par une politique de taux d'intérêt artificiellement bas. Une telle politique ne serait pas non plus dans l'intérêt des autres pays européens car elle aurait pour effet d'accélérer davantage la hausse des prix. En outre, contrairement à une opinion assez répandue, la politique monétaire actuelle en Allemagne ne revêt pas un caractère trop restrictif ou anticyclique; elle vise plutôt à maintenir l'accroissement de la monnaie de banque centrale entre le dernier

trimestre de 1978 et le dernier trimestre de 1979 à l'intérieur de la marge de 6 à 9%, les dépassements des objectifs quantitatifs, tels qu'ils ont été acceptés dans les années précédentes ne sont plus tolérables dans les circonstances présentes. Actuellement la monnaie de banque centrale progresse à un taux d'environ 10% qui est encore au dessus de la fourchette fixée. L'expansion des crédits bancaires a été très forte durant les 5 premiers mois de 1979 notamment au profit du secteur privé où les nouveaux concours ont atteint le double du montant des crédits accordés pendant la période correspondante de 1978. De surcroît, les promesses de crédit bancaire continuent de progresser fortement.

La hausse des taux d'intérêt n'a pas été essentiellement la conséquence d'une politique monétaire restrictive, mais résulte en premier lieu de facteurs du marché, en particulier des sorties de capitaux. La politique de la banque centrale a joué un rôle principalement en marquant la détermination des autorités à poursuivre l'objectif d'expansion monétaire et de la sorte elle a eu un impact sur les anticipations relatives à l'évolution des taux d'intérêt. Les taux officiels, qui sont avec les taux suisses parmi les plus bas, n'ont pas augmenté aussi fortement que les taux du marché avec lesquels ils ont perdu leur lien. Dans ces conditions, il est probable que le Conseil de la banque centrale décidera le 12 juin un relèvement du taux d'escompte et du "taux lombard". Ce relèvement qui aurait dû déjà avoir lieu il y a deux semaines (à cause du sommet de Tokyo, cette décision a été reportée) ne devrait cependant pas mener à des difficultés dans le SME car d'une part, il est largement escompté par les marchés, d'autre part, les différentiels de taux d'intérêt ne sont qu'un facteur, parmi d'autres plus fondamentaux, influençant l'évolution des taux de change.

Le Président remercie M. Pöhl de la franchise et de la précision avec lesquelles il a informé les Gouverneurs des intentions des autorités allemandes.

M. Zijlstra se limite à des commentaires sur la conclusion présentée par M. Lamfalussy selon laquelle les "politiques de taux d'intérêt appliquées par les pays membres de la CEE ne sont pas compatibles avec l'objectif de stabilité des taux de change". Il souligne notamment que bien que des ajustements de parités soient explicitement prévus, ceux-ci soulèvent nombre de difficultés sur le plan technique et sur le plan politique (nécessité d'un accord mutuel, problèmes agricoles, etc...) qui pourraient menacer le

fonctionnement du SME, en ce sens que, si l'accord mutuel ne pouvait pas être atteint, l'un ou l'autre pays laisserait éventuellement flotter le cours de sa monnaie. Dans ces conditions, il ne convient pas d'envisager trop tôt un changement des parités et il est plus indiqué de réfléchir à une meilleure convergence des politiques monétaires.

M. Zijlstra souligne la situation assez curieuse des Pays-Bas où, sans méconnaître l'impact de certains facteurs accidentels, le taux d'inflation d'environ 4% est parmi les taux les plus bas dans le monde tandis que les taux nominaux à long terme s'élèvent à environ 8 1/2% et font donc ressortir un taux réel assez exceptionnel de 4 1/2%. La politique monétaire est efficace, le rythme d'accroissement actuel de la masse monétaire se maintenant nettement en deçà de la norme de 7% prévue pour cette année. La balance des paiements, qui a été déficitaire en 1978, devrait être proche de l'équilibre en 1979; l'enchérissement du pétrole pourrait avoir un impact défavorable sur la position externe mais cet impact ne devrait revêtir qu'un caractère temporaire car le prix du gaz s'adapte normalement à celui du pétrole. L'existence de ces facteurs somme toute favorables ne justifie pas la faiblesse du florin et celle-ci est la seule raison du relèvement des taux officiels que la Nederlandsche Bank a décidé.

M. Zijlstra indique que si la Bundesbank relève le "taux lombard", la Nederlandsche Bank sera forcée de suivre immédiatement. Il n'en serait pas de même si seul le taux d'escompte allemand était augmenté car une telle mesure aurait exclusivement pour effet d'éliminer l'avantage que les banques tirent de la marge entre le taux d'escompte et les taux du marché monétaire.

Le combat contre l'inflation en Allemagne est dans l'intérêt de tous les pays de la CEE. Toutefois, dans les circonstances actuelles caractérisées par une fermeté fondamentale du deutsche mark, une politique de hausse des taux d'intérêt n'est pas appropriée; en provoquant des entrées de devises en Allemagne, elle risque d'être ni efficace du point de vue des autorités de ce pays, ni compatible avec le fonctionnement du SME.

M. de Strycker indique que la crainte exprimée lors de la dernière séance du Comité à propos d'une escalade des taux d'intérêt s'est réalisée. Cette évolution est préoccupante tant pour l'activité économique que pour la stabilité monétaire internationale et au sein du SME. Comme M. Lamfalussy l'a rappelé, la hausse des prix du pétrole et des matières premières n'est

pas due à une expansion monétaire excessive et il n'y a donc pas une nécessité pour tous les pays d'appliquer une politique monétaire restrictive.

Tout en reconnaissant que divers facteurs influent sur les taux de change, M. de Strycker souligne que l'expérience des années précédentes montre que les taux de change sont très sensibles aux variations des différentiels de taux d'intérêt. Par conséquent, dans le cadre de la recherche d'une plus grande stabilité des taux de change à laquelle se sont engagées les autorités monétaires tant sur le plan des relations dollar EU/monnaies européennes qu'au sein de la Communauté (instauration du SME) il est indispensable que les pays tiennent compte des effets externes de leur politique en matière de taux d'intérêt. Or, il sera très difficile de maintenir les taux de change actuels dans le SME - alors que les facteurs fondamentaux ne justifient pas d'ajustements - en poursuivant des politiques de taux d'intérêt qui ébranlent la stabilité du système.

M. de Strycker regrette la politique allemande de relèvement des taux d'intérêt, car elle menace la stabilité en matière de taux de change du fait

- qu'elle affaiblit le cours du dollar et va donc à l'encontre de l'objectif d'un dollar stable,
- qu'elle renforce la position du deutsche mark vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

Le moment ne semble plus loin où le deutsche mark apparaîtra comme la monnaie divergente du SME (à condition d'utiliser une méthode correcte de calcul) et un tel développement ne pourrait qu'accentuer les tensions dans le SME, déclencher des spéculations sur les marchés des changes ainsi qu'avoir, sur le plan interne allemand, les conséquences néfastes que M. Zijlstra vient d'exposer.

M. de Strycker espère que les membres du Conseil de banque centrale de la Deutsche Bundesbank tiendront compte des répercussions qu'un relèvement des taux officiels auraient sur la situation du dollar EU et du SME.

M. Baffi souligne que la Banca d'Italia n'a pas participé à l'escalade récente des taux d'intérêt et pourrait peut-être être critiquée au contraire de ne pas avoir relevé le taux d'intérêt en présence d'une reprise des tendances inflationnistes.

Entre mai 1978 et mai 1979, le taux officiel a diminué de 11,50 à 10,50%; une baisse, bien que moins marquée, a été enregistrée aussi pour les

taux du marché monétaire, de 11,75 à 11,37% et, sur le rendement des titres à long terme, de 13,60 à 13,51%. Cette diminution s'est produite durant le second semestre de 1978 et était justifiée alors par le ralentissement sensible de la hausse des prix: celle-ci est revenue en 1978 de 12,3 à 9,4% pour les prix de gros et de 14,9 à 11,9% pour les prix à la consommation. En revanche, au cours de l'année courante, l'inflation a repris; par rapport à mai 1978, le taux d'accroissement a été de 13,8% pour les prix de gros et de 14,5% pour les prix à la consommation. Par conséquent, les taux d'intérêt réels qui avaient augmenté en 1978 ont diminué en 1979 et les taux réels à court terme sont actuellement négatifs de 3 à 4 points.

Les raisons pour lesquelles les autorités italiennes se sont abstenues jusqu'ici de faire monter les taux sont d'ordre externe et interne. Sur le front externe, au moins jusqu'à une date toute récente, l'Italie connaît un surplus courant considérable et des entrées de fonds bancaires, deux phénomènes qu'on ne voudrait pas accentuer par une augmentation des taux.

Sur le front interne, le financement du Trésor a continué de se dérouler d'une manière satisfaisante grâce aux flux d'épargne des ménages; la création de base monétaire au cours du premier semestre a été entièrement d'origine extérieure. En outre, l'effet multiplicateur sur l'évolution des encours bancaires est limité par les mesures d'encadrement; celles-ci accomplissent d'une manière plus rigide et donc moins élégante une partie de la fonction normalement dévolue aux mouvements des taux d'intérêt.

Cette situation générale pourrait être en train d'évoluer dans un sens négatif, soit en termes de balance des paiements courants, soit ultérieurement en termes de taux d'inflation. L'afflux de fonds bancaires semble aussi être terminé. A l'automne, il pourrait résulter de cet ensemble de facteurs un scénario marqué par une création limitée ou nulle ou même une destruction, de la base monétaire d'origine extérieure. Les liquidités bancaires cesseraient alors d'être excédentaires par rapport aux encours visés par l'encadrement. Le résultat serait une tension sur les taux s'étendant aux ventes mensuelles par enchères de Bons du Trésor et il suffira alors que la banque centrale n'intervienne pas pour compenser cette réduction de la demande de titres pour que l'ensemble des taux se déplace vers le haut.

Il s'agirait toujours d'une tactique monétaire défensive, plutôt qu'agressive en termes de taux d'intérêt, qui se placerait dans le cadre de l'activation d'un mécanisme d'ajustement extérieur et intérieur.

Le choix d'une politique deviendrait plus difficile si le surplus extérieur persistait en présence d'une reprise de l'inflation. Dans ce cas-là, il faudrait utiliser plusieurs instruments à la fois: le taux de change, la politique des revenus, la politique fiscale et, peut-être, la politique de taux d'intérêt, laquelle devrait cependant être accompagnée par des mesures appropriées pour limiter les importations de capitaux.

M. Lamfalussy indique qu'il a fait calculer l'effet de l'enchérissement du pétrole sur le niveau des prix dans les différents pays. Bien que revêtant un caractère incertain, ces calculs font apparaître que l'effet est particulièrement sensible dans deux pays. Il s'agit de l'Allemagne et de la Suisse, où la hausse des prix à la consommation sur douze mois a atteint en juin respectivement 4 et 4,1% alors que, si l'on en retire l'augmentation des prix de chauffage qui s'est élevée respectivement de 100 et 120%, le rythme d'inflation est ramené à 2,8% en Allemagne et à 0,8% en Suisse.

En revanche, dans les autres pays, l'influence de l'enchérissement du pétrole sur le niveau des prix est beaucoup plus faible et dans certains cas même négligeable; la reprise de l'inflation est donc due dans une large mesure à des facteurs d'ordre interne.

Le Président indique à titre préalable qu'il se félicite de l'échange de vues franc, direct et complet, qui vient d'avoir lieu entre les Gouverneurs et ajoute que pour que de tels échanges se poursuivent à l'avenir, il importe que tous les participants aux séances du Comité appliquent la plus grande discrétion aux propos échangés.

En ce qui concerne le problème délicat de la compatibilité entre les politiques monétaires internes et les impératifs de cohérence et de bon fonctionnement du SME, personne ne met en cause le bien-fondé, sur le plan interne, des mesures de politique monétaire prises par certains pays, mais on doit mettre en question les conséquences de ces mesures sur la stabilité au sein du SME et la nécessité d'une certaine cohérence globale des politiques monétaires.

Dans cet esprit, le Président prie M. Pöhl, dont il rappelle le rôle dans le cadre de la mise en oeuvre du SME, de faire tout son possible dans l'intérêt de la sauvegarde de ce mécanisme de change communautaire et de transmettre au Conseil de la Deutsche Bundesbank les résultats de l'échange de vues d'aujourd'hui.

Quant à l'allusion faite par M. Pöhl au sommet de Tokyo, le Président pense que si les taux officiels allemands avaient été relevés à l'époque, cette mesure aurait donné lieu à de nombreuses discussions, d'autant plus que les conversations de couloir ont fréquemment porté sur la politique d'intervention allemande, que les pays européens, aussi bien que les Etats-Unis, ont jugée relativement molle aux époques de faiblesse du dollar et assez énergique dans les périodes de hausse. Personnellement, le Président partage les préoccupations exprimées par plusieurs Gouverneurs sur la politique allemande des taux d'intérêt. Une nouvelle hausse des taux allemands engagerait la stabilité à court terme des monnaies d'un certain nombre de pays et forcerait ceux-ci à suivre ce mouvement pour sauvegarder leur position externe. A cet égard, il est à noter qu'une modification des parités au sein du SME - bien qu'expressément prévue par les règles du système - intervenant après seulement quatre mois de fonctionnement, remettrait en cause la crédibilité de tout le système. En vue d'éviter des développements tels que ceux qui, malheureusement, se sont produits assez souvent dans le passé, il est indispensable que chaque pays tienne compte, dans la poursuite de sa politique interne, des incidences de celle-ci sur la stabilité des taux de change à l'intérieur du SME.

IV. Examen du rapport du groupe de travail "Harmonisation des instruments de la politique monétaire" sur certaines questions relatives aux instruments de la politique monétaire

A. Présentation du rapport par M. Bastiaanse

M. Bastiaanse rappelle que le présent rapport a été rédigé en application du mandat que le Comité avait donné le 13 mars 1979; dans le cadre de ce mandat, le groupe de travail avait été invité à examiner deux questions:

- quelles sont les raisons des différences qui existent entre les Etats membres en matière d'instruments de politique monétaire ?
- ces différences provoquent-elles des difficultés particulières ?

Le 13 mars 1979, le Comité des Gouverneurs avait précisé que les études devraient prendre en considération l'importance du bon fonctionnement du système monétaire européen.

Le présent rapport a été établi par le groupe de travail - qui est d'ailleurs un sous-comité, commun au Comité monétaire et au Comité des Gouverneurs - au cours de trois séances dont la troisième a été présidée par Mlle Lambert, en l'absence de M. Bastiaanse.

Le rapport du groupe mentionne quatre facteurs étroitement liés, qui peuvent expliquer les différences entre les instruments de politique monétaire utilisés par les divers pays membres de la CEE:

- la stratégie des autorités monétaires, dont les unes font confiance à une auto-régulation implicite des agents économiques tandis que les autres croient à la nécessité de contrôles spécifiques;

- la structure financière;

- les différences institutionnelles: dans certains pays, les autorités monétaires ne disposent pas des pouvoirs légaux nécessaires pour utiliser certains instruments. L'absence de ces instruments reflète soit des principes fondamentaux de politique soit les particularités des relations entre gouvernement et banque centrale;

- les considérations économiques plus générales: par exemple, de petits pays à économie ouverte qui participent à un système de changes stables et dont la politique de taux d'intérêt est soumise à des contraintes externes, ont tendance à faire un autre choix que les grands pays qui jouissent d'une plus grande autonomie en matière de politique de taux d'intérêt.

En vue de déceler les difficultés éventuelles résultant des différences existant entre les instruments, le groupe a étudié, pour trois approches instrumentales, l'effet prix (taux d'intérêt) et l'effet quantité (disponibilité) ainsi que la réaction des flux de capitaux à ces effets. Les trois approches instrumentales ont été:

- le contrôle indirect d'un agrégat monétaire et de crédit,

- le recours à un plafond brut de crédit,

- le recours à un plafond net de crédit.

Le groupe a conclu que l'ampleur des effets prix et des effets quantité des différentes approches instrumentales dépend des conditions économiques particulières dans lesquelles les diverses approches sont adoptées et qu'il est malaisé de distinguer les difficultés que pourrait provoquer le recours à des instruments de politique monétaire différents et celles tenant au fait que les résultats économiques et les priorités de politique économique varient d'un Etat membre à l'autre. A court terme, toutefois, ces facteurs fondamentaux peuvent être accentués par les différences d'instruments; le groupe a donc estimé important que tout pays, qui envisage de prendre une initiative majeure dans le domaine monétaire, tienne compte de l'effet probable.

de l'action envisagée sur les pays voisins et sur le fonctionnement du SME.

Le rapport reconnaît que des questions de délais et de principe peuvent rendre difficiles des consultations préalables sur les changements spécifiques d'instrument (bien que l'échange de vues d'aujourd'hui ait montré que de telles consultations ne sont pas à priori impossibles); néanmoins, les experts pensent que des consultations portant sur l'évolution de la politique monétaire en général dans les instances communautaires compétentes peuvent conduire à une meilleure compréhension des effets d'instruments spécifiques et atténuer les effets potentiellement dommageables pour les pays voisins.

Les opinions exprimées par les experts sont unanimes. Cela ne signifie pas que le rapport masque des divergences d'opinions; l'unanimité est plutôt due à deux facteurs:

- les problèmes ont été traités de manière exclusivement théorique,
- les pays qui se reconnaissent plus ou moins dans l'une des trois approches instrumentales ont accepté que le rapport mentionne non seulement les propriétés favorables d'une approche donnée, mais aussi ses inconvénients.

B. Suite donnée par le Comité

Le Président remercie M. Bastiaanse de son exposé et exprime également au groupe de travail ses remerciements pour son intéressant rapport, qui a dû être achevé dans des délais très courts. Etant donné l'heure avancée et le nombre de points restant à régler, il propose que le Comité invite les Suppléants à procéder, lors de leurs prochaines séances et si les questions d'actualité le permettent, à un examen préalable de ce rapport, qui pourrait ensuite être discuté par le Comité.

Le Comité donne son accord à la procédure proposée par le Président.

V. Présentation et examen de la nouvelle série de statistiques mensuelles

M. Théron rappelle que, le 13 mars 1979, le Comité avait donné mandat à un groupe d'experts ad hoc de revoir les "documents de travail" qui étaient établis pour chaque réunion du Comité. La présente documentation constitue le résultat des travaux de ce groupe; elle se distingue des anciens "documents de travail" notamment en ce sens qu'elle met à jour sur une base mensuelle les statistiques essentiellement monétaires qui figuraient uniquement

dans les rapports semestriels du "groupe Bastiaanse"; en outre, elle utilise l'Ecu comme dénominateur commun pour les statistiques relatives à la balance des paiements et aux réserves officielles, qui étaient exprimées, auparavant, en UCME.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Demande formulée par la Federal Reserve Bank of New York d'être raccordée au réseau téléphonique spécial de concertation No 1

M. Théron rappelle que cette demande n'a été formulée pour l'instant que de manière officieuse et exploratoire par M. Scott Pardee au niveau des experts. Les Suppléants, qui ont examiné cette demande, ont donné leur assentiment général de principe sur un raccordement de la "Federal" au réseau téléphonique spécial No 1, sous quelques réserves cependant. Certains souhaiteraient que les Américains soient plus formels et explicitent les raisons de leur demande. D'autre part, il est signalé que les possibilités techniques de ce raccordement n'ont pas encore été suffisamment examinées. En outre, une participation américaine au réseau No 1 rend indispensable le bon fonctionnement du réseau No 2 qui, seul, donne aux banques centrales de la CEE la possibilité d'avoir des concertations téléphoniques limitées à certaines d'entre elles.

M. de Strycker souligne que la concertation entre banques centrales est un instrument essentiel du SME. Il rappelle que les Ministres des Finances ont chargé les Gouverneurs de veiller au bon fonctionnement de cet instrument et que le raccordement de la Federal Reserve Bank of New York à la concertation doit donc être examiné de manière approfondie, ce qui suppose connu l'esprit dans lequel cet établissement demande à y être associé. Comme M. de Strycker l'a déjà suggéré lors de la dernière séance, il faudrait que le Président de la "Federal" explique de manière officielle les intentions de ses services de change afin que les banques centrales de la CEE puissent voir si ces intentions correspondent à leur propre politique. Il conviendrait, notamment, de savoir si la "Federal" serait prête à contribuer elle-même activement à la concertation et à y présenter sa propre politique d'intervention comme le font les autres membres de la concertation. Seules ces assurances permettraient de soutenir devant le Conseil des Ministres une décision d'association de la

"Federal" à la concertation et il serait donc utile d'inviter le Président de cet établissement à la prochaine séance du Comité afin d'évoquer avec lui les points exposés ci-dessus.

M. Baffi partage l'avis exprimé par M. de Strycker; il précise que, s'il soutient la demande de la "Federal", il attend naturellement de celle-ci qu'elle fournisse en concertation des informations sur sa politique d'intervention. En outre, il faudrait, selon lui, conserver un réseau téléphonique permettant des concertations téléphoniques limitées aux banques centrales de la CEE. Enfin, il serait aussi utile d'entendre l'opinion de la Commission sur ce problème.

M. Hoffmeyer rappelle que le raccordement de la Suisse au réseau No 1 avait été, à l'époque, considéré par les Gouverneurs comme une question relevant de leur propre compétence qui ne nécessitait pas d'être soumise aux Ministres des Finances. Il serait délicat de traiter la "Federal" différemment de la Banque Nationale Suisse.

M. Zijlstra pense également que cette question relève de la compétence unique des Gouverneurs.

M. Pöhl est du même avis. Il précise, en outre, que le raccordement de la "Federal" est aussi conforme à l'intérêt des banques centrales de la CEE, étant entendu qu'on dispose d'un second réseau qui, en cas de besoin, doit permettre à ces dernières de se concerter entre elles, par exemple, sur la politique commune vis-à-vis du dollar EU.

M. Padoa-Schioppa estime utile la possibilité de se concerter avec les autorités américaines, étant entendu que les contributions à cette concertation seraient faites sur une base mutuelle. D'autre part, il faudrait s'assurer des possibilités techniques permettant des concertations strictement intracommunautaires.

Le Président constate que les Gouverneurs sont en principe d'accord sur le raccordement de la Federal Reserve Bank of New York au réseau No 1; il propose que, dans la mesure où la demande américaine serait confirmée, le Comité invite le Président de la "Federal" à la séance de septembre pour discuter avec lui des conditions dans lesquelles le raccordement pourrait être agréé. D'autre part, le Président note que tous les Gouverneurs estiment nécessaire de conserver une facilité de concertation exclusivement intracommunautaire et d'améliorer à cette fin le fonctionnement du réseau No 2.

2. Procédure et calendrier pour le réexamen des modalités de fonctionnement du SME prévu à l'issue d'une période de six mois

Le Président informe le Comité que ce point figure également à l'ordre du jour de la session de juillet du Conseil des Ministres des Finances et que le Gouverneur Murray lui a fait part du souhait formulé par M. Colley, actuellement Président du Conseil, de voir un représentant du Comité des Gouverneurs exposer les intentions de ces derniers à cet égard. Il faudrait donc que le Comité précise aujourd'hui le calendrier et le programme de travail pour l'exécution de ces études. Il serait opportun que ces dernières commencent en septembre et se terminent en octobre, lors d'une séance extraordinaire du Comité; en effet, la séance de novembre ne précèdera que de quelques jours la session du Conseil des Ministres qui à son tour sera très proche de la session du Conseil européen.

M. Théron rappelle que la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978 prévoit trois points spécifiques qui doivent faire l'objet d'un réexamen dans/ou à l'issue d'un délai de six mois:

- les poids des monnaies entrant dans la composition de l'Ecu,
- les modalités de définition et de fonctionnement de l'indicateur de divergence,
- les questions relatives aux déséquilibres dans les soldes accumulés par les pays créditeurs ou débiteurs à monnaies divergentes.

D'autres aspects de l'Accord entre les banques centrales du 13 mars 1979 sur le fonctionnement du SME pourraient être évoqués mais une extension excessive des problèmes à traiter risque de compliquer l'établissement du rapport que le Comité est appelé à fournir à brève échéance.

Les Suppléants estiment nécessaire que le Comité des Gouverneurs leur donne le plus tôt possible mandat pour qu'en collaboration avec le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert, ils puissent étudier les problèmes et présenter leurs premières réflexions sous forme d'un rapport oral, lors de la séance de septembre. Un rapport écrit serait ensuite élaboré pour la séance extraordinaire du Comité en octobre.

M. de Strycker se demande si le calendrier et le programme de travail suggérés par les Suppléants ne vont pas au-delà de ce qu'on attend des Gouverneurs. En effet, la Résolution du Conseil européen prévoit un réexamen

à l'issue d'une période de six mois, période dont la longueur n'est pas exagérée pour permettre de porter un jugement sur le fonctionnement du SME. Or, l'intention des Suppléants de préparer un rapport pour la séance de septembre implique que les travaux débiteront déjà avant l'issue du délai de six mois et porteront donc sur une période expérimentale trop courte.

Le Président précise que la proposition faite par les Suppléants prévoit que les experts, puis les Suppléants, se réunissent juste avant la séance du Comité en septembre, en vue de "défricher" les problèmes éventuels et de signaler aux Gouverneurs les points sur lesquels il serait nécessaire de connaître leurs premières réactions avant d'approfondir les études envisagées.

Le Comité donne son accord sur la procédure proposée par les Suppléants et précisée par le Président, procédure dont M. Théron, en l'absence du Président du Comité, fera part au Conseil des Ministres des Finances lors de la session de juillet. Le Comité convient, en outre, de tenir une séance extraordinaire à Bruxelles, le mardi 16 octobre 1979, à 10 h 30, qui serait destinée à finaliser l'avis à adresser au Conseil des Ministres des Finances.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 11 septembre 1979 à 10 heures.

10 juillet 1979

Comité des Gouverneurs
des banques centrales des Etats membres
de la Communauté économique européenne

Confidentiel

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

JUIN 1979

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation* et indique leurs interventions pendant le mois de juin et les premiers jours de juillet 1979.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Le nouveau renversement de tendance du dollar a constitué l'événement principal sur les marchés des changes en juin. En effet, la monnaie américaine a subi, à partir de la seconde quinzaine du mois, un fléchissement marqué, qui peut s'expliquer par plusieurs raisons d'ordre interne et d'ordre international. De fait, sur le plan interne sont intervenues:

- l'augmentation de la masse monétaire qui a accentué les préoccupations sur l'avenir du dollar et sur la possibilité de contenir le taux d'inflation au-dessous de 10%,
- la baisse d'un certain nombre de taux d'intérêt qui a réduit l'écart en faveur des marchés américains et a répandu la conviction que la période de hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis était terminée,
- la détérioration de la balance commerciale qui, pour le mois de mai, a présenté un déficit non seulement élevé mais en accroissement par rapport à avril (2,48 milliards de dollars contre 2,15).

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

Au plan international, la baisse du dollar tient aux attentes suscitées par deux grands événements politico-économiques: le premier concerne la Conférence de Genève où les pays exportateurs de pétrole devaient fixer le nouveau prix de celui-ci; le second, le Sommet de Tokyo dont on attendait une réaction du monde occidental industrialisé aux décisions prises par les pays de l'OPEP.

Tous ces éléments ont exercé une influence négative sur les cours du dollar qui, en dépit des interventions massives de soutien effectuées par les banques centrales européennes et, en particulier, par la Federal Reserve Bank of New York, ont enregistré durant le mois considéré, les variations suivantes:

Bruxelles	- 3,5%
Dublin	- 3,3%
Copenhague	- 3,2%
Francfort	- 3,2%
Paris	- 3,0%
Amsterdam	- 2,9%
Rome	- 2,5%
Londres	- 4,7%
Zurich	- 3,7%
Stockholm	- 2,4%
Oslo	- 1,7%
Tokyo	- 1,0%
Ottawa	+ 0,5%

Dans le mécanisme de change européen, le franc belge a encore occupé, en alternance avec la couronne danoise, la position la plus faible, tandis que le mark allemand s'est maintenu dans celle de la monnaie la plus appréciée, exception faite de la lire italienne qui utilise une marge de fluctuation plus large.

Durant les deux premières semaines du mois, l'écart instantané entre le franc belge et la couronne danoise d'une part, le mark d'autre part, avait atteint à plusieurs reprises la limite de 2,25%.

Mi-juin, la Danmarks Nationalbank et la Banque Nationale de Belgique relevaient leur taux d'escompte de 8 à 9%. Par la suite, ces deux banques centrales ont concentré leur action sur des interventions intra-marginales par cessions de monnaies européennes et de dollars EU.

Vers la fin du mois de juin, la Banque Nationale de Belgique a renforcé les mesures de politique monétaire déjà prises, par un relèvement marqué de ses taux d'escompte et d'intérêt (entre autres, augmentation du

taux Lombard de 9 à 11%). D'autre part, des achats importants de dollars ont été effectués contre marks par la Bundesbank et surtout par la Federal Reserve Bank of New York après la mi-juin. L'ensemble de ces mesures monétaires et de ces interventions ont entraîné une certaine détente à l'intérieur du dispositif de change européen où les écarts maximaux se sont réduits à près de 2%.

Les autres monnaies du bloc européen ont enregistré une évolution assez équilibrée. Le franc français a varié dans d'étroites limites et s'est maintenu constamment dans la partie supérieure de la bande communautaire. La Central Bank of Ireland, pour sa part, a continué de régulariser les cotations de la livre irlandaise à l'intérieur du SME, selon les arrangements transitoires adoptés après la rupture du lien avec la livre sterling qui a eu lieu fin mars.

Le florin hollandais a fait preuve initialement de stabilité au centre de la bande de fluctuation de 2,25% mais a faibli quelque peu durant la seconde quinzaine du mois. La lire italienne, en se déplaçant à l'intérieur de sa marge de 6%, a conservé une allure soutenue; toutefois, la Banca d'Italia a réduit sensiblement ses interventions à l'achat de dollars. L'écart entre la lire et le franc belge qui, fin mai, était de 4,49% n'était plus fin juin que de 3,50%.

En dépit des achats importants de dollars effectués par la Bank of England, la hausse de la livre sterling a été plus forte que celle des autres monnaies européennes. Ce mouvement peut s'expliquer par l'impact évidemment plus faible, sur la monnaie britannique, des attentes de renchérissement du prix du pétrole, ainsi que par l'annonce, dans le cadre du budget, d'une politique monétaire plus rigoureuse. L'indice du taux effectif de la livre sterling est passé de 67,3 fin mai à 69,4 fin juin. A cette date, l'écart de change entre les monnaies britannique et irlandaise était d'environ 6% en faveur de la première.

L'évolution des taux de change citée plus haut, qui a été liée aussi partiellement aux bruits persistants de "réalignement" entre les monnaies participant au SME a eu, naturellement, une influence sur la valeur de l'Ecu exprimée dans les différentes monnaies. En juin, abstraction faite de la livre sterling et du franc suisse vis-à-vis desquels il a enregistré une dépréciation, respectivement, de 1,3% et de 0,7%, l'Ecu s'est maintenu quasi stable vis-à-vis du mark allemand (+0,1%), du franc français (+0,2%), du florin hollandais (+0,4%), de la couronne danoise (+0,1%), du franc belge (-0,2%) et

de la livre irlandaise (inchangée), tandis qu'il a marqué des progrès par rapport à la lire italienne (+0,8%), aux couronnes suédoise (+0,9%), et norvégienne (+1,8%) ainsi qu'à l'égard du yen japonais (+2,4%), du dollar EU (+3,4%) et du dollar canadien (+4%). Dans le courant du mois, la couronne danoise est progressivement revenue en deçà de son seuil de divergence, tandis que le degré de divergence du franc belge s'est sensiblement réduit de 90 le 31 mai, à 77 le 29 juin.

Le fléchissement du dollar des Etats-Unis a pratiquement commencé à partir de la mi-juin. L'ampleur du repli de la monnaie américaine doit être évaluée en rappelant qu'il s'est produit en dépit d'importants achats de dollars opérés par les banques centrales de la Suisse, de la République fédérale d'Allemagne et du Royaume-Uni ainsi que des ventes substantielles d'autres monnaies, essentiellement de marks allemands, effectuées par la Federal Reserve Bank of New York.

Le dollar canadien a fléchi durant le mois de juin sous l'influence de l'annonce d'une balance commerciale moins excédentaire en avril et à nouveau temporairement à la suite de la crainte de retraits de fonds de pays de l'OPEP. Le cours s'est redressé plus tard dans le mois, en liaison avec le jugement favorable porté par le marché sur la position relative du Canada dans le domaine de l'énergie.

Malgré la persistance de problèmes d'approvisionnement pétrolier et l'évolution du taux d'inflation, le yen japonais a marqué un léger progrès (1% environ) vis-à-vis du dollar, en l'absence presque totale d'interventions de la part de la Banque du Japon.

En revanche, le franc suisse a fait preuve d'une grande fermeté; les autorités monétaires helvétiques ont confirmé leur politique de change dont l'objectif est de stabiliser le rapport de change du franc suisse avec le mark allemand. Au début du mois, la Banque Nationale a suspendu la conversion obligatoire des exportations de capitaux soumises à autorisation. Auparavant, la moitié des montants en question devait être convertie en dollars, à la Banque Nationale, et le solde, en monnaies étrangères, sur le marché. La suspension a été décidée afin d'éviter des cessions inutiles de dollars, étant donné le retour à un approvisionnement normal du marché monétaire.

La couronne norvégienne et la couronne suédoise ont gagné vis-à-vis du dollar, respectivement, 1,7% et 2,4% mais, alors que la Norges Bank n'a procédé qu'à quelques interventions modestes, la Sveriges Riksbank a vendu une quantité relativement considérable de dollars. En termes de cours de change effectif, la couronne suédoise s'est toutefois maintenue, grosso modo, au niveau du mois précédent.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Le renversement de tendance du dollar a modifié le sens du solde net des opérations des banques centrales participant à la concertation. L'ensemble se traduit par un achat global net de dollars dont le total, y compris la contrepartie des ventes de monnaies européennes effectuées par la Federal Reserve Bank of New York, s'élève en juin à \$5,3 milliards, contre une vente globale nette d'environ \$8 milliards en mai.

Les achats bruts dont la somme a atteint \$8,7 milliards, ont surtout été effectués contre des marks allemands, des francs suisses et des livres sterling. La plupart des transactions contre marks allemands ont eu lieu à New York. La Banca d'Italia, la Banque de France et la Banque du Canada ont, elles aussi, acheté des dollars mais dans une proportion moins grande.

Les ventes brutes de dollars, qui se sont élevées à \$3,4 milliards au total, se répartissent entre presque toutes les banques centrales en montants individuels d'importance moyenne. Elles ont eu lieu, soit pour régulariser les cours du dollar, soit pour contribuer au soutien de la monnaie locale.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes au sein du SME ont porté en juin sur des montants relativement plus élevés, soit l'équivalent de près de 1,5 milliard de dollars. Cette somme s'est répartie moitié/moitié entre interventions aux cours limites du DM par rapport au FB et à la couronne danoise, et interventions intramarginales. Ces dernières ont été largement pratiquées par la Banque Nationale de Belgique et, dans une mesure moindre, par les banques centrales de France, de Hollande et du Danemark. Les modalités de financement ont varié selon les banques centrales: du total, 40% ont été financés auprès du FECOM (crédit à très court terme), 18% par cession au comptant d'avoirs en Ecus, et le solde par prélèvement sur les réserves ou règlements immédiats en dollars.

La Central Bank of Ireland a procédé, presque exclusivement par des ventes nettes de livres sterling, à la régularisation du cours de change de sa monnaie.

En outre, la Federal Reserve Bank of New York a effectué des ventes de DM équivalent à 2,3 milliards de dollars, en utilisant en partie les disponibilités en marks constituées récemment après le remboursement complet

des tirages effectués sur les lignes swap conclues avec la Bundesbank et, pour le complément, le produit de la réactivation de ces lignes. Elle a également procédé à quelques ventes de francs suisses pour une somme très limitée.

* * *

Au cours de la première semaine de juillet, la faiblesse du dollar EU s'est accentuée en dépit des interventions substantielles effectuées par la Banque Nationale Suisse, la Bank of England et la Bundesbank et à un degré moindre par la Federal Reserve Bank of New York. Les renchérissements des prix du pétrole décidés par les pays de l'OPEP ont eu un impact déprimant sur les cotations de la monnaie américaine qui, sur la base des données du fixing du 29 juin, s'est dépréciée par rapport à toutes les monnaies. Vis-à-vis de celles du SME, la mesure du repli va de 0,5 à 1%. Par rapport au sterling, elle atteint 2,5%. A Tokyo et à Ottawa, la baisse est moins marquée.

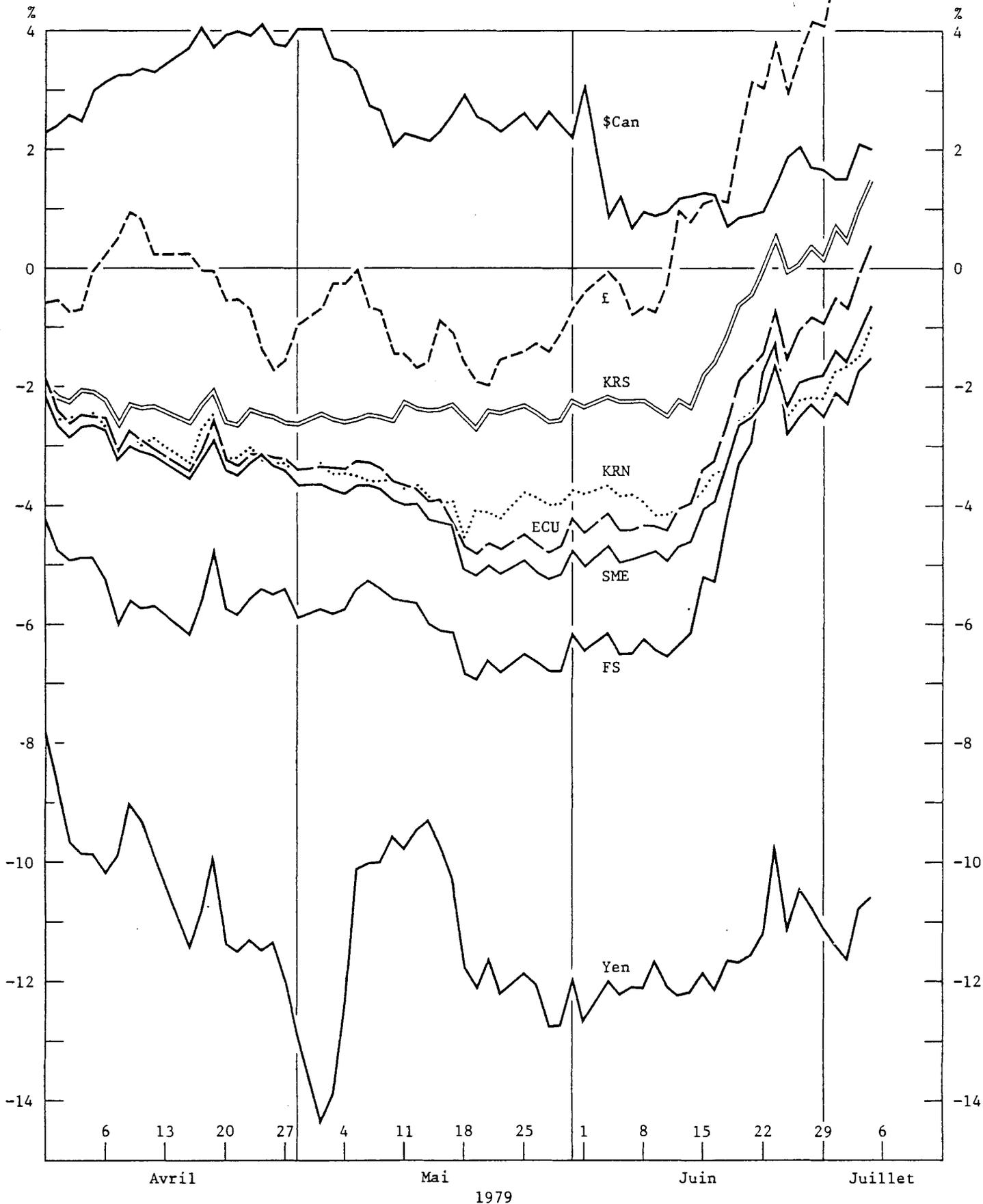
A l'intérieur du SME, le florin hollandais s'est progressivement rapproché du franc belge et de la couronne danoise dont l'écart vis-à-vis du mark allemand est resté voisin de 2%. Le 6 juillet, la Nederlandsche Bank a relevé son taux officiel d'escompte de 7 à 7,5%. Aucune intervention obligatoire aux limites n'a été nécessaire, mais des interventions portant sur une somme relativement élevée ont été effectuées en marks par les banques centrales de Belgique, de Hollande, du Danemark et de France à l'intérieur de la marge de 2,25%. En complément, les trois premières de ces banques centrales ont procédé à des ventes de dollars dans des proportions modérées. De son côté, la Bundesbank a acquis des dollars pour un volume d'importance moyenne.

Le franc belge est revenu en deçà du seuil de divergence et la couronne danoise s'y est maintenue.

La livre sterling a continué à faire preuve d'une très grande fermeté.

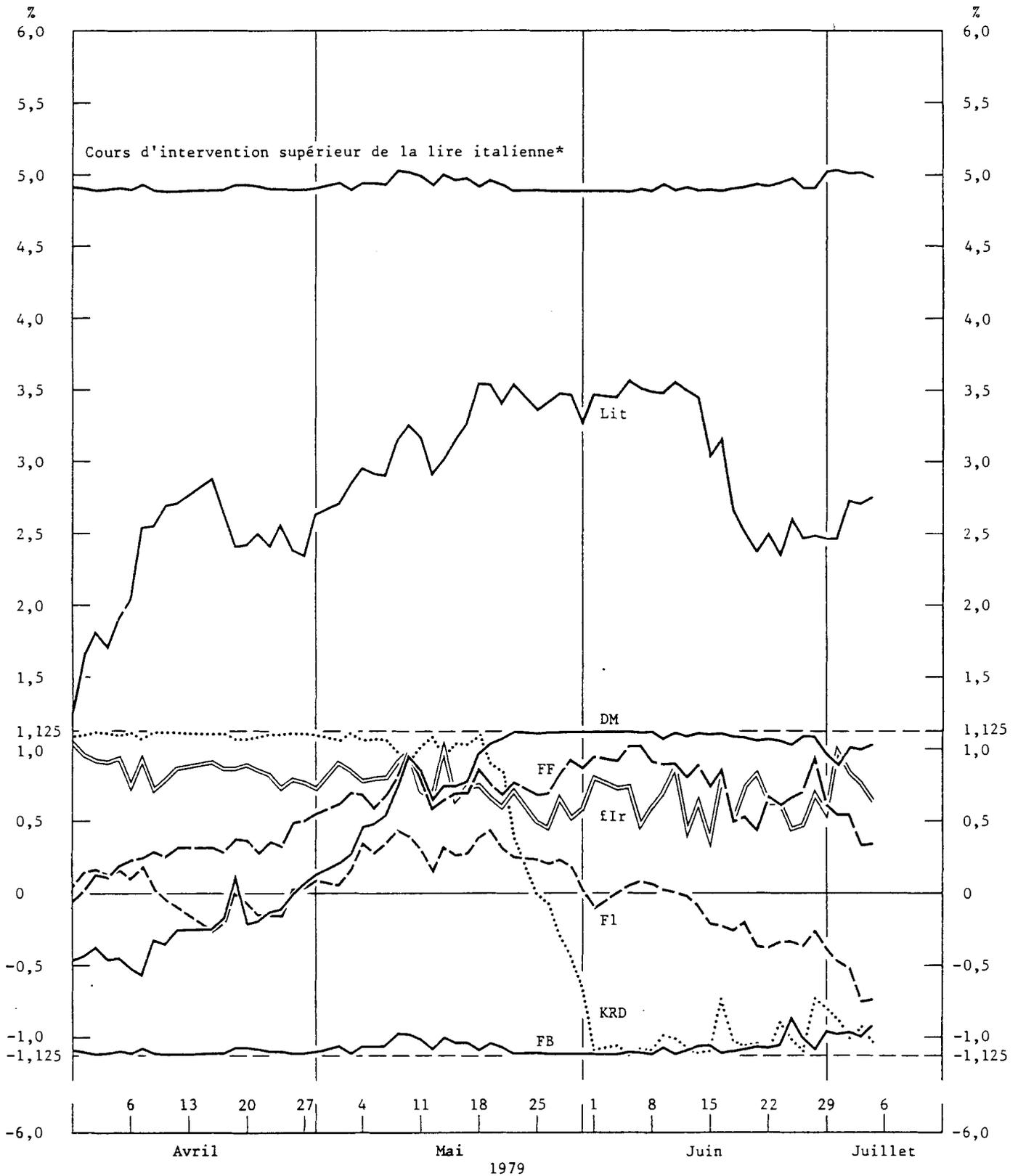
La Sveriges Riksbank a été vendeuse de dollars pour un montant comparativement élevé; elle a procédé également, avec effet au 6 juillet, au relèvement de son taux d'escompte officiel, soit de 6,5 à 7%.

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 1,3773; 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.

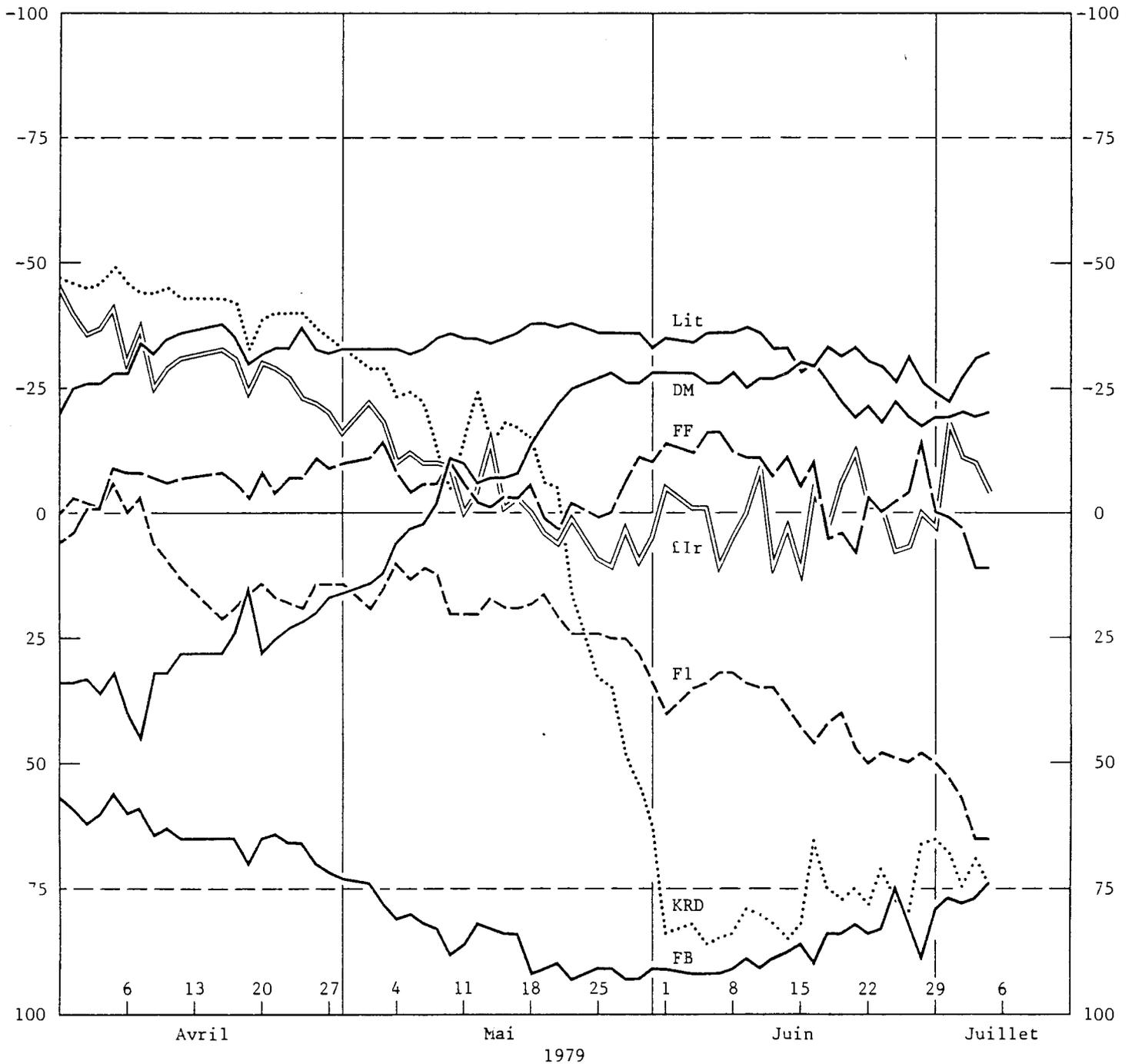
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

5 juillet 1979/MED

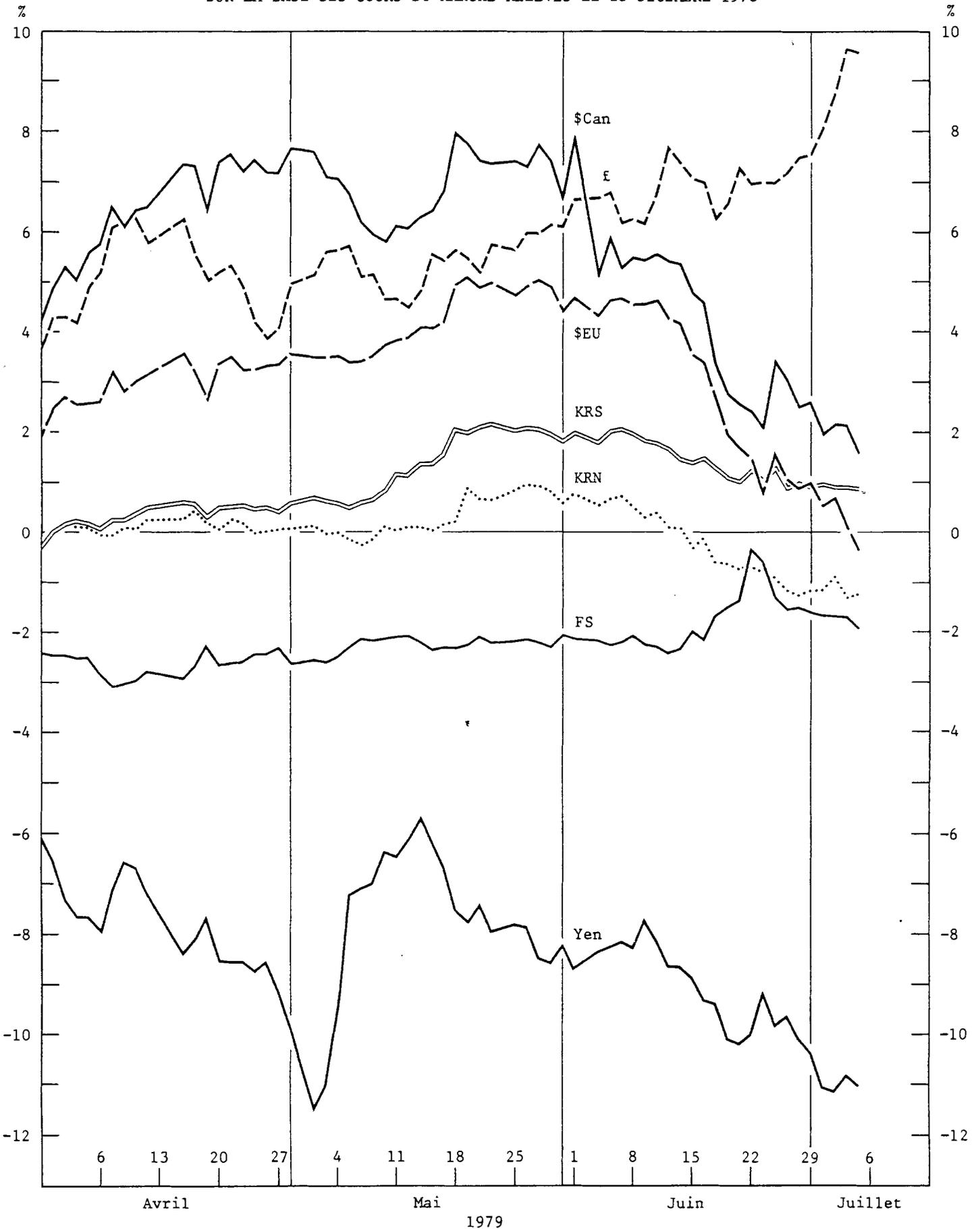
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* 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.

5 juillet 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.