

PROCES-VERBAL\*  
DE LA CENT-CINQUANTIEME SEANCE  
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES  
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 9 DECEMBRE 1980 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank et Président du Comité, M. Hoffmeyer, accompagné par MM. Mikkelsen et Dalgaard; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke et von Rosen; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; le Directeur Général de la Central Bank of Ireland, M. Breen, accompagné par M. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász, de Boer et Brockmeijer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Zolotas, accompagné par MM. Chalikias et Papaefstratiou, participe en tant qu'observateur. Assistent en outre 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 149e séance

Le procès-verbal de la 149e séance, tenue le 11 novembre 1980, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

---

\* Texte définitif approuvé lors de la séance du 13 janvier 1981 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 du mois de novembre et des premiers jours de décembre 1980: Présentation du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE et adoption de ce rapport par le Comité; Examen du fonctionnement de la concertation intracommunautaire

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

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et constate l'adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances de la CEE.

III. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE et de leur coordination sur la base du Rapport No 17 établi par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse et des séries statistiques mensuelles

A. Exposé de M. Bastiaanse

M. Bastiaanse indique que le Rapport No 17 concerne en particulier les développements monétaires observés depuis la mise au point du dernier rapport (No 16) en avril 1980. Le premier chapitre passe en revue les développements monétaires enregistrés en 1980, mettant en relief le fait que, dans la plupart des pays membres, les autorités ont eu plus de succès qu'en 1979 en ce qui concerne la réalisation des objectifs monétaires ou de crédit ou des prévisions normatives. Le deuxième chapitre analyse l'orientation de la politique monétaire en 1980 et mentionne les problèmes potentiels auxquels les autorités monétaires peuvent se trouver confrontées en 1981. Le troisième chapitre examine dans quelle mesure la politique monétaire a contribué au fonctionnement sans heurts du système monétaire européen et traite de la nécessité d'améliorer la convergence au sein de la Communauté. L'annexe comprend une note sur les emprunts officiels à l'étranger, préparée par le groupe à la demande du Comité des Gouverneurs.

Le rapport contient quelques légères innovations. Les notes décrivant les évolutions dans chaque pays, qui étaient annexées d'habitude au rapport principal, ont été supprimées et remplacées par des graphiques qui présentent les développements en matière de taux d'intérêt et de change dans les pays membres. Le groupe a également fait quelques études sur les taux d'intérêt réels et certains jugements reposent sur les résultats de ces études. Toutefois, le calcul de taux d'intérêt réels ex ante exige, comme condition préalable, des évaluations fiables des anticipations de prix existant sur les marchés. Quelques

experts ont mis en relief l'expérience faite en Italie avec des enquêtes quantitatives et estiment utile de renforcer les efforts pour développer et améliorer des méthodes appropriées en cette matière.

Le document intitulé "Thèmes principaux du Rapport No 17", qui précède le rapport, expose trois points.

Le premier concerne les emprunts officiels à l'étranger, sujet qui a déjà fait l'objet de discussions à la séance de mai 1980 du Comité des Gouverneurs. L'ampleur de ces opérations pendant les neuf premiers mois de l'année courante ressort du tableau F. Mesuré en pourcentage du PNB nominal, le recours à cet instrument de financement apparaît assez important en Belgique (3,7%), au Danemark (1,4%) et en Irlande (4,7%), tandis que, dans d'autres pays, l'ampleur de ces opérations est restée en deçà de 1% du PNB, ou a même été négative, comme par exemple au Royaume-Uni. Dans ces conditions, le chiffre cumulé pour la CEE enregistré depuis le début de l'année courante ne représente qu'environ 1/2% du PNB ou un tiers du déficit de la balance des paiements courants. Il serait mieux de rapprocher les emprunts officiels de la balance de base (au lieu du compte courant), mais une telle comparaison se heurte à la difficulté de mesurer la balance de base dans certains pays.

Le document intitulé "Thèmes principaux" indique que "dans les circonstances actuelles, les emprunts officiels à l'étranger ne s'opposent pas nécessairement aux mesures - en grande partie de politique interne - destinées à assurer un ajustement progressif du déséquilibre des paiements courants", mais les dangers à plus long terme inhérents aux emprunts officiels à l'étranger sont évidents. Si l'on part de l'hypothèse que les excédents des pays de l'OPEP persisteront dans les années à venir, cette situation créerait certains problèmes pour la compatibilité entre les politiques budgétaire et monétaire. Le rapport rappelle, à cet égard, que le degré de compatibilité n'est pas satisfaisant dans un certain nombre de pays membres; dès lors il serait peut-être indiqué que le Comité discute des emprunts officiels à l'étranger en tant qu'instrument de financement des déficits publics. Toutefois, il est à rappeler qu'au Danemark l'équivalent en monnaies nationales du produit de ces emprunts est stérilisé auprès de la banque centrale danoise; de cette manière, le lien entre le financement d'un déficit externe et celui d'un déficit budgétaire est rompu.

Le deuxième thème principal traite du fonctionnement du SME. Dans ce contexte, la question d'actualité la plus importante concerne l'impact d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis sur le comportement du deutsche mark et la réponse éventuelle des autorités allemandes. Le rapport expose l'idée qu'étant donné la perspective d'un affaiblissement de la demande de crédit du secteur privé, durant le premier semestre de 1981, une politique visant à l'ajustement progressif des déficits externes n'exclut pas nécessairement une certaine baisse des taux d'intérêt. Cette baisse ne devrait cependant avoir lieu que si elle reste compatible avec certains facteurs de nature interne et les contraintes externes. Ces dernières sont largement déterminées par la manière dont la politique monétaire des Etats-Unis sera poursuivie. Le rapport met en relief le danger que "si les Etats-Unis poursuivent leur politique de contrôle strict de la croissance de la base monétaire, qui tolère de brusques fluctuations des taux d'intérêt, et/ou si l'économie américaine ne réagit pas mieux à cette politique, les politiques monétaires en Europe seront davantage soumises aux contraintes extérieures qu'en 1980". Toutefois, si, à défaut d'un "policy mix" plus approprié, la technique monétaire appliquée actuellement est la meilleure disponible, l'Europe ne peut que vivre avec cette situation; elle peut, à son tour, essayer d'adapter ses instruments et techniques à cette situation et mettre à profit la flexibilité des taux de change.

Passant en revue l'année 1980, il est à noter que le SME a traversé une période difficile. Le succès, en termes de stabilité de taux de change nominaux, a été dû partiellement à la nouvelle situation en matière de balances des paiements, mais aussi et pour une bonne partie à la coordination des actions monétaires prises par les autorités de la CEE. Cette coordination a permis de neutraliser les effets perturbateurs des fluctuations des taux d'intérêt américains sur la cohésion des monnaies faisant partie du mécanisme de change du SME. En même temps, les politiques monétaires menées par les pays membres de la CEE peuvent être estimées assez satisfaisantes. En effet, les objectifs monétaires ont été atteints dans la plupart des pays et l'existence d'un "cadre monétaire" à moyen terme a commencé à exercer son impact, comme par exemple en France. Dans d'autres pays, où les objectifs sont plus ambitieux, les effets désirés pourraient s'amorcer bientôt.

M. Bastiaanse conclut en disant que c'était la dernière fois qu'il a présenté un rapport du groupe d'experts au Comité des Gouverneurs. Il souligne qu'il a considéré ses fonctions en tant que Président du groupe d'experts comme un grand honneur et il remercie les Gouverneurs de la confiance que ceux-ci ont manifestée à son égard.

#### B. Discussions du Comité

Le Président remercie M. Bastiaanse de son exposé et invite les Gouverneurs à formuler leurs commentaires.

M. Ciampi souligne qu'il a lu avec grand intérêt le rapport du groupe d'experts. En ce qui concerne le problème des emprunts officiels à l'étranger, il estime que ces opérations doivent être considérées dans le contexte d'un dosage approprié d'ajustement et de financement des déséquilibres externes engendrés par le second choc pétrolier.

En effet, si l'on part de l'hypothèse que l'ensemble de ces déséquilibres ne sera pas absorbé rapidement, il semble raisonnable de concevoir la voie de l'ajustement en fonction des effets des mesures d'économie d'énergie et de la capacité d'absorption réelle des pays producteurs de pétrole. Des pays éprouvant une position financière relativement faible pourraient se voir obligé d'accélérer le processus d'ajustement et leurs efforts seraient facilités si d'autres pays, financièrement plus forts, choisissaient un processus d'ajustement plus lent et prenaient ainsi en charge une plus grande partie de ce déficit agrégé. La stabilité relative sur les marchés des changes et l'ajustement relativement sans heurts des taux de croissance économique reflètent la mise en oeuvre d'une telle stratégie concertée et il est à espérer que cette approche soit maintenue dans le futur en vue de créer un environnement approprié pour l'ajustement. En effet, une politique qui vise à ajuster des déséquilibres externes dus à l'enchérissement du pétrole, au moyen d'une réduction immédiate de la demande interne, entraîne des coûts économiques et sociaux très élevés, comme cela est démontré par l'expérience faite après le premier choc pétrolier.

M. Ciampi marque son accord sur les considérations présentées par le groupe quant aux dangers inhérents à un recours excessif aux emprunts officiels à l'étranger. Il estime cependant que la distinction entre les importations de capitaux (induites spontanément par les taux d'intérêt) et celles qui sont directement suscitées par des initiatives des autorités ne convainc pas, sauf dans les cas évidents où il s'agit d'opérations de "financement compensatoire". Il n'y a pas de doute qu'en Italie les politiques ont créé des conditions favorables pour le financement du

déficit courant par des importations de capitaux à travers le secteur bancaire et le marché des capitaux, importations qui se sont effectivement produites. M. Ciampi estime néanmoins que ces importations de capitaux ont été le résultat d'une politique monétaire restrictive et d'un différentiel de taux d'intérêt favorable par rapport à l'étranger. En tout état de cause, les autorités italiennes n'estimeraient pas approprié de maintenir, à long terme, des déficits en compte courant au rythme actuel. Si le ralentissement de l'activité économique s'avérait moins salubre pour la position externe que prévu, les autorités considéreraient la possibilité de resserrer leur politique monétaire.

Au sujet du fonctionnement du SME, il est à noter que la situation dans le mécanisme de change a été déterminée par les effets des fluctuations prononcées des taux d'intérêt américains plutôt que par l'incompatibilité entre les politiques économiques internes. La stabilité actuelle est due à des facteurs particuliers qui ne devraient pas persister à long terme et notamment à une répartition favorable des déséquilibres courants. La cohésion des monnaies communautaires dépendra dans le futur d'une coordination étroite des politiques monétaires et économiques et d'une meilleure convergence entre les pays dans le développement des prix et coûts internes et de la compétitivité.

M. Ciampi conclut en remerciant M. Bastiaanse de l'excellent travail que celui-ci a fait durant de nombreuses années en sa qualité de Président du groupe d'experts.

M. Pöhl rappelle que la Bundesbank vient de fixer et de publier son objectif monétaire pour l'année 1981. Cet objectif, qui porte sur un accroissement de 4 à 7% du stock de monnaie de banque centrale entre le quatrième trimestre de 1980 et le quatrième trimestre de 1981, a pris comme l'année précédente, la forme d'une zone-cible. L'écart de 3 points assurera une marge pour des décisions discrétionnaires en fonction des développements en matière de prix, de conjoncture et de balance des paiements. L'objectif a été fixé et publié tôt en vue de fournir une référence pour les décisions à prendre en matière de budgets publics et pour les négociations salariales. Le déficit des budgets publics du gouvernement général (à l'exclusion de la sécurité sociale) devrait se solder, en 1981, par un chiffre d'environ DM 60 milliards (contre 57 milliards en 1980 et 47 milliards en 1979), soit à peu près 3,5% du PNB nominal. L'augmentation de ce déficit est due au ralentissement de l'activité économique, qui se traduit notamment par des moins-values dans les recettes fiscales et à un accroissement des dépenses publiques; elle ne marque pas une orientation expansionniste de la politique budgétaire

car une telle orientation se heurterait à des contraintes fiscales et, avant tout, à la situation de la balance des paiements courants. En raison des conditions actuelles sur le marché du travail, on peut être assez optimiste sur les négociations salariales qui devraient aboutir à un accroissement modéré des salaires.

Le nouvel objectif monétaire repose sur un taux d'accroissement prévisionnel du potentiel productif de +2 1/2% et un "taux d'inflation inévitable" (c'est-à-dire un taux normatif) de 3 1/2 à 4%. Compte tenu d'un ajustement statistique pour le changement prévu des valeurs annuelles moyennes de la vitesse de circulation, il en résulte un taux de 5,5%. La zone-cible plus basse ne signifie pas un resserrement de la politique monétaire car le taux d'expansion monétaire se situe déjà actuellement au bord inférieur de cette zone. Cette situation est due notamment aux effets de contraction des exportations de capitaux et du déficit en compte courant. La Bundesbank a essayé de compenser partiellement ces effets sur la liquidité bancaire mais le résultat a été une accentuation des exportations de capitaux. Ainsi, les banques ont accordé des crédits à des non-résidents pour un montant d'environ DM 20 milliards et la balance des mouvements de capitaux à long terme est presque équilibrée, à la différence de l'année précédente où il y avait un excédent très important. Pendant la période de janvier à octobre 1980, les importations de capitaux se sont élevées à DM 24 milliards, dont environ 13,5 milliards par le secteur public, chiffre qui devrait atteindre presque DM 20 milliards pour l'année entière. Durant ces mêmes 10 premiers mois de 1980, les sorties de capitaux au titre des investissements directs, de l'aide au développement et des emprunts contractés par les non-résidents dans la République fédérale ont atteint environ DM 23 milliards.

M. Pöhl pense que ces sorties de capitaux ont été liées aux anticipations de taux de change concernant le dollar et la livre sterling plutôt qu'à l'existence du SME.

Les contraintes externes décrites ci-dessus rendent le contrôle de la masse monétaire encore plus difficile. Dans ces conditions, il ne serait pas indiqué de suivre la recommandation d'offrir plus de monnaie de banque centrale et de susciter ainsi une baisse des taux d'intérêt. A l'heure actuelle, une telle action se traduirait nécessairement par des sorties de capitaux accrues qui, à leur tour, pourraient contrarier une tendance à la baisse des taux d'intérêt, voire entraîner une hausse de ceux-ci. Les développements en matière de politique monétaire américaine jouent un rôle très important dans ce contexte et, pour l'avenir, on ne peut exclure ni la persistance

de la situation actuelle, ni la possibilité d'afflux importants vers l'Allemagne comme cela a été observé en 1978.

M. de la Genière tient à faire des commentaires sur les trois éléments suivants:

- la politique monétaire interne en France,
- le déficit de la balance des paiements courants française et son mode de couverture,
- le fonctionnement du SME.

En ce qui concerne le premier de ces éléments, il semble maintenant certain que l'objectif de 11% pour la croissance de M2 en 1980 sera atteint; ce résultat favorable est dû non seulement au jeu du mécanisme de l'encadrement du crédit, mais aussi au développement remarquable du marché financier. Ainsi, le total des émissions brutes d'obligations est passé de 65 milliards de francs en 1979 à près du double en 1980. Cette expansion du marché financier, qui ne devrait cependant pas se reproduire au même rythme dans les prochaines années, a été le résultat d'une politique volontaire des autorités qui ont relâché leur contrôle plus ou moins officieux sur ce marché. Les taux d'intérêt à long terme ont de ce fait évolué de façon à se situer, depuis environ un an et demi, au-dessus du taux d'inflation et au-dessus des taux à court terme, rétablissant de la sorte une hiérarchie correcte des taux d'intérêt.

Le déficit des paiements courants, estimé pour l'année 1980 à une contre-valeur de \$EU 7 milliards, serait financé entièrement, voire surfinancé, par des afflux de capitaux à court terme, tandis que la balance des capitaux à long terme serait légèrement déficitaire. En effet, les entrées de capitaux au titre des emprunts extérieurs à long terme (soit environ \$EU 5 milliards) n'auraient pas suffi à compenser les prêts de toute nature accordés aux non-résidents. Cette situation n'est pas satisfaisante et, dans la mesure où le déficit des paiements courants persistera, il faudrait développer davantage les emprunts à long terme à l'étranger en vue de consolider le financement du déficit courant.

Les entrées de capitaux tant à court qu'à long terme ont eu un impact expansif sur les conditions du marché monétaire français. En face de ce développement, les réserves obligatoires des banques ont été récemment relevées en vue de reprendre une partie de cette liquidité excédentaire. La ponction de liquidité ainsi obtenue se chiffre à un montant de 15 milliards de francs.



Finalement, on peut se féliciter du bon fonctionnement du SME. Toutefois, les causes de la stabilité relative des relations de change au sein du mécanisme d'interventions du système ne devraient être ni durables, ni souhaitables. En effet, elles sont largement liées à la crise mondiale et à l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis, facteurs qui se sont traduits par un affaiblissement relatif - et probablement temporaire - du DM, du fait que les causes devraient se résorber, tôt ou tard. Il importe que le fonctionnement correct du SME se poursuive dans un contexte différent exigeant, de la part des pays déficitaires et à taux d'inflation élevé, un effort renouvelé et accru en 1981.

M. de Strycker indique qu'il a lu avec grand intérêt le rapport du groupe d'experts, et il saisit l'occasion pour remercier M. Bastiaanse et son groupe pour le travail accompli au fil des années. Le chapitre additionnel du rapport sur les emprunts officiels à l'étranger est particulièrement intéressant pour la Belgique qui est parmi les pays qui ont eu le plus recours à cet instrument de financement. Pour l'ensemble des pays de la CEE, ce sujet est toutefois moins important car, comme il ressort du tableau F, les emprunts officiels à l'étranger ne représentent, à l'exception de la Belgique, du Danemark et de l'Irlande, que moins de 1% du PNB. En outre, les chiffres présentés par ce tableau ne semblent pas correspondre aux indications données par MM. Pöhl et de la Genière pour l'Allemagne et la France (respectivement 20 milliards de DM et 15 milliards de francs français).

M. Gleske précise que le chiffre de 20 milliards de DM se réfère à l'ensemble de l'année 1980 tandis que le chiffre de 9,6 milliards ne couvre que les neuf premiers mois de l'année en cours.

M. de la Genière précise que, dans le cas de la France, les différences de chiffres ont la même origine; le chiffre de 5 milliards de dollars qu'il a mentionné précédemment se réfère à l'ensemble de l'année 1980, tandis que celui de 15 milliards de francs qui figure dans le tableau F représente le montant net des emprunts autorisés pour les dix premiers mois de l'année.

Pour l'année 1980, le solde des mouvements de capitaux à long terme devrait être déficitaire d'environ 5 milliards de francs français. Les capitaux à court terme ainsi que les postes d'ajustements entraîneraient des entrées d'environ 28 milliards de francs. Compte tenu du déficit des transactions courantes et des capitaux à long terme, ainsi que de la variation des avoirs et engagements du secteur bancaire, les réserves officielles s'accroîtraient d'environ 27 milliards de francs.

M. Bastiaanse explique que le groupe a examiné le sujet des emprunts officiels à l'étranger à la demande explicite du Comité des Gouverneurs qui

avait invité le groupe à étudier les implications de ces emprunts pour les politiques monétaires. Les chiffres présentés dans le tableau F ont été communiqués par les représentants des banques centrales.

Le Président estime que les différences de chiffres pourraient s'expliquer, dans certains cas, par des questions de définitions. Une analyse plus générale du mode de financement des déficits en compte courant donnerait peut-être une image plus complète.

M. Zolotas exprime à M. Bastiaanse sa profonde appréciation pour l'excellent rapport du groupe d'experts. Il estime que les difficultés qu'éprouvent actuellement les pays de la CEE sont dues à trois facteurs, à savoir, la politique monétaire aux Etats-Unis, le prix et l'offre du pétrole et les politiques fiscales. La politique monétaire aux Etats-Unis est particulièrement importante pour les pays européens du fait que ceux-ci dépendent du dollar en tant qu'actif d'investissement et de réserve internationale. Cette situation exige une meilleure coopération avec les Etats-Unis. Une nouvelle hausse des prix du pétrole impliquerait une accentuation des problèmes en matière de balance des paiements et d'inflation et il serait utile de considérer la possibilité de contacts avec les pays de l'OPEP en vue d'emprunts directs et d'un meilleur recyclage des fonds. La coordination des politiques fiscales et monétaires pourrait peut-être être améliorée par des délibérations communes des Ministres des Finances et des Gouverneurs des banques centrales de la CEE.

Le Président fait remarquer que le Comité a déjà discuté à plusieurs reprises la politique commune vis-à-vis du dollar EU, mais il semble difficile de changer la situation actuelle.

M. Zijlstra s'associe aux autres Gouverneurs pour exprimer son appréciation profonde pour l'excellent rapport du groupe d'experts et il remercie M. Bastiaanse pour le travail considérable et extrêmement précieux qu'il a accompli en tant que Président du groupe. Il pense que la distinction faite dans le Rapport No 17, entre les entrées de capitaux "spontanées" et les emprunts officiels à l'étranger, est très utile et il propose d'approfondir, dans le futur, cette analyse en ventilant le financement du déficit de la balance des paiements selon les trois critères suivants:

- les entrées de capitaux "spontanées" et/ou emprunts officiels à l'étranger,
- financement à court terme et/ou à long terme,
- endettement en monnaie nationale ou étrangère.

Une telle ventilation permettrait de formuler un jugement plus complet sur le caractère approprié du mode de financement d'un déficit de la balance des paiements courants.

En ce qui concerne la politique monétaire interne aux Pays-Bas, il est à noter qu'ex post le résultat a été très satisfaisant alors qu'ex ante, à savoir en termes de création monétaire interne, les autorités n'ont pas atteint leur objectif. Pour 1981, un objectif du même ordre de grandeur (soit une expansion de 6% de la masse monétaire interne) est envisagé, mais le plus grand obstacle à la réalisation de cet objectif émane du secteur public. Le déficit de ce dernier est très élevé et il sera difficile, dans une année d'élection, de le réduire de manière significative.

Le SME a été un grand succès qui dépasse largement les attentes existant au moment du démarrage de ce système. La cohésion des monnaies participantes est cependant liée aux mouvements des taux d'intérêt américains. Les pays européens devraient prendre une attitude positive à l'égard de la politique monétaire américaine dans la mesure où cette politique est susceptible de combattre l'inflation, et ils devraient accepter que cette politique entraîne un niveau élevé des taux d'intérêt. Toutefois, les fluctuations brutales de ces taux, telles qu'elles sont apparues en 1980, ne devraient pas être utiles et il est à espérer qu'on assistera à plus de stabilité dans les mois à venir. Il ne faut cependant pas oublier que le rythme sous-jacent, auquel les déficits publics évoluent, représente le facteur le plus déstabilisateur.

M. Pöhl pense que, dans le cadre de l'analyse proposée par M. Zijlstra, il faudrait, d'une part distinguer entre secteur public et secteur privé, d'autre part examiner les effets qui résultent, pour la structure de la balance des paiements, d'un endettement croissant vis-à-vis de l'extérieur à travers l'augmentation correspondante du poids du service de la dette. En effet, il y a le risque d'un déséquilibre structurel de la balance des paiements au cas où un déficit en compte courant persiste pendant de longues années car, dans ce cas, une partie croissante des recettes d'exportations devra être affectée au service de la dette.

M. Ortolí partage l'avis selon lequel la poursuite du bon fonctionnement du SME ne pourra être assuré que si les résultats finals économiques se rapprochent davantage. Or, dans ce domaine, le progrès est encore très limité. La coordination des politiques budgétaires se limite aux déficits de l'Etat et ne couvre donc pas l'ensemble du secteur public. En outre, il manque une analyse approfondie de l'ampleur des déficits publics et de leur mode de couverture, éléments qui ont des répercussions importantes sur les politiques monétaires et de change. Le manque d'élasticité des

budgets est dû à la fois à des facteurs automatiques (par exemple dépenses pour le service de la dette publique et pour le chômage) et à des facteurs politiques en ce sens que les autorités hésitent à réduire les dépenses pour certaines prestations qui sont considérées comme acquises par le public. Il s'y ajoute les causes structurelles de l'inflation dans certains pays, c'est-à-dire les effets des mécanismes subtils d'indexation et des problèmes analogues en matière de formation des prix. Ces considérations amènent à penser que le rapprochement désiré des résultats économiques finals ne pourra pas être opéré par la seule mise en oeuvre d'une politique monétaire sage et d'une politique budgétaire rénovée. Cette constatation ne signifie pas qu'on doive renoncer à la fixation d'objectifs monétaires ou à un débat approfondi de ces problèmes au niveau des Ministres des Finances. Une certaine inquiétude demeure toutefois quant au degré suffisant de convergence des résultats économiques finals et à ses conséquences possibles sur le fonctionnement du SME.

En ce qui concerne la coordination des politiques monétaires dans le sens étroit, notamment en matière de politique de taux d'intérêt, M.Ortoli note avec satisfaction qu'au sein du Comité des Gouverneurs, l'analyse en commun des problèmes s'est approfondie et qu'une bonne coopération s'est établie avec le Comité monétaire.

Il convient de remercier M. Bastiaanse du travail analytique et "pédagogique" qu'il a conduit en matière d'instruments de politiques monétaires. Les bases intellectuelles de l'analyse apparaissent encore perfectibles et il serait peut-être utile qu'un petit groupe poursuive ce travail pour explorer les possibilités de rendre plus compatible le maniement des instruments de politique monétaire. Par ailleurs, une meilleure coordination, dans ce domaine, ne signifie pas que les politiques soient arrêtées à Bruxelles ou à Bâle. Au contraire, on a assisté récemment à un exemple concret de coordination lorsque les autorités françaises ont pris, en fonction d'un objectif commun, à savoir la cohésion du SME, des mesures qui ne s'imposaient pas sur le plan national.

M. Ortoli rappelle que la question de la coordination des politiques de taux d'intérêt avec les pays à l'extérieur de la Communauté, essentiellement les Etats-Unis, et accessoirement le Japon, a également fait l'objet de délibérations au sein du Conseil européen. Il ne croit pas que les Etats-Unis puissent poursuivre leur politique actuelle qui implique des fluctuations brutales des taux d'intérêt. Sans vouloir

suggérer de donner des leçons à ce pays, il semble utile que les Gouverneurs des banques centrales de la CEE réfléchissent aux incompatibilités dans le maniement des instruments de politique monétaire et présentent quelques suggestions d'aménagement qui seraient dans l'intérêt commun de toutes les parties concernées.

M. Richardson exprime également toute sa considération pour le travail du "groupe Bastiaanse" et met en relief la contribution personnelle de M. Bastiaanse. Se référant à la constatation faite dans le dernier rapport (No 17) que "le succès de la politique monétaire dépendra pour une large part de la réaction des secteurs publics et privés", il fait remarquer qu'au cours des années précédentes, les secteurs privé et public au Royaume-Uni n'avaient pas répondu de manière appropriée à la politique monétaire restrictive. Entre-temps, la situation s'est améliorée. Le Chancelier de l'Echiquier a annoncé récemment des mesures fiscales qui sont destinées à assurer le maintien de l'orientation à moyen terme de la politique budgétaire. Simultanément, la Bank of England a abaissé son taux officiel et a annoncé certains changements dans les méthodes de contrôle monétaire.

La réduction du taux officiel doit être vue dans le contexte du développement de l'ensemble de l'économie britannique. Le rythme d'accroissement de £M3 se situe bien au-dessus de la zone-cible, même si l'on tient compte des effets de réintermédiation par suite de l'abolition du "corset". Un tel développement ne semble cependant pas refléter fidèlement le degré restrictif de la politique monétaire britannique. En effet, d'une part, M1 s'accroît à un rythme plus lent, d'autre part, les effets de la politique monétaire sur les résultats économiques finals sont nettement visibles. Le taux d'inflation mensuel est tombé de 2% par mois au printemps dernier à actuellement 1/2% par mois et le taux sur douze mois a été ramené de 21,9 à 15,5% pendant la période sous revue. Le ralentissement du rythme d'inflation est encore plus marqué dans le domaine des biens manufacturés. Ce développement favorable a été facilité, pour une bonne partie, par la forte appréciation de la livre sterling, qui est due, d'une part, à la position du Royaume-Uni en tant que pays producteur de pétrole et aux événements au Moyen-Orient, d'autre part, au degré restrictif de la politique monétaire, reflété notamment par un niveau très élevé des taux d'intérêt.

Le taux d'accroissement des salaires devrait également se modérer. Les négociations salariales dans le secteur de la production industrielle ont commencé à être empreintes de modération et, dans le secteur public

(où les résultats ont été, l'année dernière, particulièrement insatisfaisants), l'abolition du mécanisme de "pay comparability" et la fixation de limites de caisse qui partent d'une augmentation de salaire de 6% devraient également contribuer à contenir la hausse des salaires.

La forte diminution du PIB a pour origine majeure un déstockage prononcé et ce mouvement a été renforcé par la détérioration de la position financière des entreprises par suite à la fois de la hausse du cours de la livre sterling et du niveau élevé des taux d'intérêt. Les profits, qui s'étaient déjà situés auparavant à un niveau très bas, ont encore baissé davantage et le résultat a été que le nombre de chômeurs complet a atteint le chiffre de 2 millions, soit 8 1/2% de la main-d'oeuvre.

Jusqu'à présent, seuls les entreprises et les chômeurs ont subi de plein fouet les effets de la récession. En revanche, le groupe des employés a pu préserver son niveau de vie du fait, d'une part, de la forte augmentation des salaires notamment dans le passé, d'autre part, du ralentissement du rythme d'inflation. Le surplus financier de ce groupe a sa contrepartie dans le déficit marqué du secteur des entreprises. Sous l'impact de la récession, les importations ont nettement fléchi. Ce fléchissement ainsi que l'amélioration des termes de l'échange, par suite de la hausse du prix du pétrole et de l'appréciation de la livre sterling, ont eu pour effet un excédent de la balance commerciale, d'une ampleur imprévue, pendant les derniers mois. A plus long terme, cependant, la détérioration de la compétitivité de l'économie britannique devrait avoir quelques effets adverses sur la situation de la balance commerciale.

La demande de crédit bancaire des entreprises est restée à un niveau très élevé pendant toute la période sous revue, du fait que les épargnes importantes des ménages ont été mises à la disposition des entreprises à travers le système bancaire, étant donné que le recours au marché des capitaux n'était pas praticable. En même temps, le besoin net de financement du secteur public a été plus élevé qu'initialement prévu (il est estimé maintenant à 11,5 milliards contre une prévision de 8,5 milliards au printemps dernier) et la plus grande partie de ce besoin a dû être couverte pendant le premier semestre. Ces facteurs, combinés avec l'effet moins contractif que prévu de la balance des paiements (cf. ci-dessus), ont été à l'origine de la forte expansion de  $\text{fM3}$ . Cette croissance devrait cependant se ralentir dans les mois à venir, car

le besoin net de financement du secteur public qui reste encore à couvrir pendant l'année financière courante sera beaucoup moins important et la demande de crédit bancaire des entreprises devrait s'affaiblir par suite du déstockage.

Les mesures fiscales et budgétaires annoncées récemment par le Chancelier de l'Echiquier n'entreront en vigueur que durant l'année financière 1981/82. Elles portent sur une augmentation des recettes fiscales de 2 milliards de livres sterling et une réduction des dépenses de 1 milliard. La couverture du déficit restant sera facilitée par l'introduction récente des "indexlinked national saving bonds". Cet instrument de financement devrait absorber l'excédent financier des ménages qui, sinon, serait placé auprès des banques ou des "building societies"; sa mise en oeuvre devrait atténuer la pression à la hausse sur les taux du marché des capitaux et rendre ainsi ce marché plus attrayant pour les entreprises.

La réduction du taux officiel de la Bank of England a été décidée notamment pour les deux raisons suivantes: d'une part, la demande de crédit bancaire des entreprises n'est pas sensible aux taux d'intérêt, d'autre part, les taux d'intérêt se situent au-dessus du taux d'inflation actuel, même après leur baisse consécutive à la réduction du taux officiel. Au début de l'année le "taux réel" était négatif malgré des taux nominaux plus élevés qu'actuellement.

Les mesures monétaires et fiscales dans leur ensemble accordent un certain soulagement pour le secteur des entreprises.

En ce qui concerne les changements annoncés dans les méthodes de contrôle monétaire, M. Richardson souligne que ces changements feront d'abord l'objet de consultations préalables avec toutes les parties intéressées et n'entreront donc en vigueur qu'au printemps 1981. En outre, ces modifications ne revêtent pas un caractère révolutionnaire: elles ne sont destinées qu'à donner à la banque centrale plus de souplesse dans sa gestion monétaire que par le passé, tout en continuant d'utiliser l'instrument des taux d'intérêt à court terme en vue de contrôler l'expansion monétaire. Les réactions du système bancaire à cette plus grande souplesse seront analysées et pourront donner lieu à une évolution du système de gestion monétaire à l'avenir.

Ainsi qu'il a déjà été annoncé dans le "Livre vert", l'actuel coefficient de caisse "cash ratio" devra être élargi à un plus grand nombre de banques qu'actuellement et le ratio d'actifs de réserve

sera supprimé. Ce dernier ratio constituait un mélange entre des éléments de contrôle monétaire et des réglementations de prudence bancaire (ce dernier aspect sera repris dans un nouveau système relatif à la détention d'actifs liquides à des fins de prudence bancaire), et sa coexistence avec le coefficient de caisse "cash ratio" a rendu quelquefois plus difficile le contrôle monétaire en ce sens qu'il n'était pas possible, par moment, d'atteindre le degré désiré de couverture des déficits d'Etat sur les marchés à court terme. On considérera également la possibilité d'élargir la gamme des instruments de marché monétaire.

Les changements dans les méthodes de contrôle monétaire auront pour effet de rendre moins évidents les objectifs opérationnels de la banque centrale et de réduire la prééminence du taux officiel de la Bank of England, prééminence qui à l'heure actuelle constitue un élément de rigidité du contrôle monétaire. Le nouveau système prévoit une bande de taux d'intérêt qui sera ajustée, comme à présent le taux officiel, et à l'intérieur de laquelle la banque centrale peut varier ses taux au jour le jour. Au début, toutefois, la marge de fluctuation sera assez limitée et la Bank of England agira sur les titres à court terme plutôt que sur l'accès à la banque centrale à travers le guichet d'escompte. Dans ces conditions, les taux à très court terme ne seraient pas susceptibles de subir des fluctuations fortes alors que les taux à plus long terme, par exemple ceux à trois mois, devraient répondre davantage aux forces du marché.

Les mesures esquissées ci-dessus seraient également compatibles avec une décision éventuelle en faveur d'un système de contrôle de la base monétaire, bien qu'à l'heure actuelle les autorités ne soient arrivées à aucune décision à cet égard. Un système à coefficient de réserves obligatoires présenterait notamment l'inconvénient de créer les mêmes problèmes de "désintermédiation" que le "corset" et la mise en oeuvre du système sans coefficient de réserves obligatoires se heurte à la difficulté que, dans le cadre institutionnel actuel, il n'existe pas de relation stable entre la base monétaire et les agrégats monétaires.

Le Président clôture la discussion en disant à M. Bastiaanse toute l'appréciation et la considération du Comité pour le travail qu'il a accompli en tant que Président du groupe d'experts et lui exprime au nom du Comité les meilleurs voeux pour ses nouvelles fonctions. Il souligne, en particulier, le mérite personnel de M. Bastiaanse dans l'attitude beaucoup plus ouverte que les banques centrales de la CEE ont adoptée au fil des années en ce qui concerne les discussions sur les politiques monétaires.



IV. Renouvellement des accords de swaps conclus entre la Banque de Réserve Fédérale de New York et les banques centrales de la CEE

M. Mikkelsen indique que le Comité des Suppléants a discuté cette question lors de la séance du 8 décembre 1980. Ainsi qu'il ressort de l'échange d'informations qui a eu lieu entre les experts des banques centrales de la CEE au sein du "groupe concertation" présidé par . . . M. Heyvaert, la Banque de Réserve Fédérale de New York a proposé la conclusion d'accords-type de swaps à toutes les banques centrales de la CEE, sauf celles d'Irlande et de Grèce qui n'ont pas d'arrangements de ce genre avec la "Fédérale". Deux modifications importantes ont été apportées à la plupart des accords individuels pour les mettre en harmonie les uns avec les autres sans changer leur caractère bilatéral, notamment quand des tirages sont effectués:

- le risque de change sera supporté par la banque centrale qui effectuera le tirage sur la facilité de swaps,
- le taux d'intérêt payable sera équivalent à celui des bons du Trésor à 3 mois ou d'instruments correspondants libellés dans la même monnaie que celle qui a été utilisée dans l'opération de swap.

Sous ces rapports, les nouveaux accords de swaps ont certainement été améliorés et le Comité des Suppléants recommande aux Gouverneurs de les accepter.

Le Comité entérine la recommandation du Comité des Suppléants.

V. Prorogation du mécanisme de swaps renouvelables du SME

Le Président rappelle que le Conseil européen a pris note, lors de sa dernière session des 1er et 2 décembre 1980, de l'intention du Comité des Gouverneurs des banques centrales de la CEE de renouveler le mécanisme de swaps renouvelables du SME. Il propose donc que les Gouverneurs confirment leur accord de principe de novembre et consignent l'inscription ci-après au procès-verbal de la présente séance:

"Anticipant que la consolidation de la phase initiale du système monétaire européen en un système définitif n'aura pas lieu d'ici le 13 mars 1981, le Comité des Gouverneurs a déjà examiné, au cours de sa séance du 11 novembre 1980, les mesures nécessaires pour assurer la continuation du SME au-delà de cette date. A l'issue de cet examen, le Comité a marqué son accord de principe pour limiter ces mesures à la

prorogation, pour deux ans, du mécanisme de swaps renouvelables au moyen duquel les Ecus sont créés contre apports d'or et de dollars au Fonds européen de coopération monétaire, étant donné qu'il s'agit de la seule disposition de l'Accord du 13 mars 1979 fixant entre les banques centrales de la CEE les modalités de fonctionnement du SME qui, sauf décision contraire, ne devrait plus être en vigueur au-delà du 13 mars 1981. Les autres dispositions de l'Accord restent en vigueur sans qu'il soit besoin de prendre une décision en ce qui les concerne.

En se référant aux délibérations du Conseil européen du 1er et du 2 décembre 1980, les Gouverneurs confirment leur accord de principe du 11 novembre 1980; ils décident donc, en application de l'article 20.1 de l'Accord mentionné ci-dessus:

- que les crédits croisés d'or et dollars contre Ecus visés à l'article 17, paragraphe 3 du même Accord ne seront pas dénoués au terme de la période transitoire de deux ans stipulée dans l'article 20.1 précité;
- que le mécanisme de ces crédits croisés est reconduit pour une nouvelle période de deux ans au terme de laquelle, et sauf décision contraire prise à l'unanimité, les crédits croisés d'or et dollars contre Ecus seront dénoués. Durant cette période, c'est-à-dire jusqu'au 13 mars 1983, ce mécanisme restera soumis aux mêmes dispositions de l'Accord du 13 mars 1979, étant entendu, toutefois, que dans la mesure où le passage à la phase institutionnelle du SME interviendra avant le 13 mars 1983, les Gouverneurs pourront, par une décision prise à l'unanimité, réduire cette période et modifier le mécanisme."

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

Le Président signale, en outre, qu'il informera, par lettre, le Président du Conseil des Ministres des Finances des mesures qui ont été prises ce jour par les Gouverneurs des banques centrales de la CEE en vue de proroger le mécanisme de swaps renouvelables du SME.

#### VI. Signature de l'Acte relatif à l'adhésion de la Banque de Grèce au système du soutien monétaire à court terme

M. Mikkelsen signale que le Comité des Suppléants a apporté un changement à l'Acte relatif à l'adhésion de la Banque de Grèce annexé à la "Note concernant l'adhésion de la Banque de Grèce à l'Accord du 9 février 1970" en date du 2 décembre 1980. Ce changement porte sur la

suppression du troisième considérant (quatrième paragraphe dans les textes français et allemand, troisième paragraphe dans la version anglaise), car il a été estimé que ce paragraphe faisait double emploi et n'était donc pas nécessaire.

En outre, le Comité des Suppléants désire attirer l'attention des Gouverneurs sur les deux dernières phrases de la Note elle-même dont l'objet est de préciser que:

- l'octroi des rallonges débitrices n'est pas quasi automatique comme pour les quotes-parts débitrices et requière une décision unanime des Gouverneurs des banques centrales de la CEE réunis au sein du Comité des Gouverneurs,
- au moment de l'établissement des modalités de fonctionnement du SME, un accord a été conclu qui prévoit notamment que les rallonges débitrices, et les rallonges créditrices, applicables aux banques centrales de la CEE ne participant pas au mécanisme de change du SME, devraient rester limitées à 3.600 millions d'Ecus.

Si les Gouverneurs entérinent l'Acte sous sa forme actuelle, ils devront le signer et parapher trois autres documents mentionnés à la section III, points 2, 7 et 8 de l'Acte:

- les extraits du procès-verbal de la 35e séance (8.12.69) du Comité des Gouverneurs,
- l'Accord instituant entre les banques centrales des Etats membres de la CEE un système de soutien monétaire à court terme dans la version tenant compte des modifications apportées par les Actes en date du 8 janvier 1973, du 12 mars 1974, du 13 décembre 1977 et du 13 mars 1979,
- l'annexe datée du 9 décembre 1980 concernant les quotes-parts débitrice et créditrice assignées à chaque banque centrale participante ainsi que les rallonges créditrices et débitrices.

Les Gouverneurs marquent leur accord sur les arrangements proposés par les Suppléants et signent l'Acte relatif à l'adhésion de la Banque de Grèce au système du soutien monétaire à court terme.

## VII. Présidence du Comité

Le Président rappelle que son mandat vient à échéance le 31 décembre 1980 et qu'il conviendrait donc d'élire un nouveau Président conformément à l'article 4 du Règlement intérieur. L'application des règles selon lesquelles lui-même a été nommé en novembre 1979 désignerait

M. Richardson. Le Président propose donc de nommer celui-ci Président du Comité pour l'année civile 1981. Il semble cependant souhaitable d'utiliser le temps d'ici la prochaine élection d'un nouveau Président en 1981 pour revoir ces règles qui soulèvent certains problèmes.

M. Richardson indique qu'il accepte la présidence et remercie les Gouverneurs de la confiance que ceux-ci lui font en le désignant Président du Comité. Il signale cependant qu'il sera probablement empêché de présider la séance de janvier 1981 et propose en conséquence que M. Hoffmeyer poursuive son mandat pour un mois supplémentaire.

Le Comité approuve ces propositions et désigne M. Richardson comme Président pour la période du 1er février 1981 au 31 décembre 1981.

M. Richardson se fait l'interprète du Comité pour exprimer à M. Hoffmeyer son admiration pour la manière extrêmement efficace et intelligente avec laquelle il a guidé et développé les débats du Comité. Grâce à la présidence de M. Hoffmeyer, l'année 1980 aura été pour le Comité un grand succès en termes de coopération et de compréhension mutuelle.

#### VIII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

##### 1. Désignation du Secrétaire Général du Comité

Le Président informe le Comité qu'en raison des hautes responsabilités qu'il va prochainement exercer comme Directeur Général de la BRI, Dr Schleiminger a exprimé le désir de mettre fin à ses fonctions de Secrétaire Général du Comité, au 31 décembre 1980. Au nom du Comité, il exprime à Dr Schleiminger toute l'appréciation et la considération pour le travail qu'il a accompli pour le Comité ainsi que les regrets de le voir quitter ce cercle.

Pour remplacer Dr Schleiminger comme Secrétaire Général du Comité, le Président propose M. Morelli, Secrétaire Général de la BRI.

Le Comité suit cette proposition et désigne M. Morelli comme son Secrétaire Général.

##### 2. Désignation du nouveau Président du groupe d'experts "Politiques monétaires"

Le Président indique que le Comité doit désigner un successeur de M. Bastiaanse en tant que Président du groupe d'experts "Politiques

monétaires". Cette succession devrait être décidée, d'une part, selon les qualifications des différents candidats, d'autre part, en fonction de la répartition des présidences des trois groupes d'experts du Comité entre les banques centrales. A la lumière d'un échange de vues avec différentes personnes intéressées, le Président propose que le Comité désigne M. Raymond, Directeur Général adjoint à la Banque de France, Président dudit groupe d'experts pour une période déterminée de deux ou trois ans.

M. Pöhl appuie la proposition faite par le Président et marque sa préférence pour une période de trois ans.

Le Comité suit ces propositions et désigne M. Raymond Président du groupe d'experts "Politiques monétaires" pour une période de trois ans à compter du 1er janvier 1981.

#### IX. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 13 janvier 1981, à 10 heures.

---

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

---

NOVEMBRE 1980

---

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation\* et les interventions de celles-ci durant le mois de novembre et les premiers jours de décembre 1980.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En novembre, les mouvements du dollar EU, de la livre sterling et du yen japonais ont, à nouveau, constitué les principaux foyers d'animation sur les marchés des changes. Ces trois devises ont accusé d'importantes fluctuations journalières. Alors que le dollar accentue en définitive la progression entamée auparavant, la livre sterling et le yen ont au contraire enregistré un renversement de tendance et se sont repliés partout. Les relations entre les monnaies du continent européen se sont montrées plus stables. En particulier, les tensions qui étaient apparues le mois précédent entre le franc français et le mark allemand se sont aplanies rapidement.

L'évolution des cours est demeurée largement fonction des développements des balances de paiements courants et des variations, réelles ou attendues, des différentiels d'intérêt. L'impact des mouvements de capitaux qui en ont résulté s'est souvent avéré prépondérant. Dans ces conditions, les banques centrales se sont bornées à modérer les oscillations des cours, sans s'opposer aux tendances fondamentales.

Le dollar EU a fluctué au gré des mouvements de ses taux d'intérêt et des divers facteurs susceptibles d'en influencer l'évolution. Il a, en début de période, progressé d'environ 2 1/2% sur la plupart des places européennes sous l'impulsion d'une nouvelle avance de ses taux d'intérêt et, notamment, de ceux des "Federal funds" portés de 13 3/4% à 15 1/4%.

---

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

Au début de la deuxième semaine de novembre, les opérateurs ont été désarçonnés par l'absence de majoration du taux d'escompte sur laquelle ils avaient misé. Dans ces conditions, le dollar a été abondamment offert le 10 novembre. En baisse continue tout au long de cette journée, il est tombé, le lendemain, dans un marché rendu étroit par la fermeture de plusieurs centres, à 3 1/2% au-dessous de son niveau le plus élevé la veille.

Ensuite, la conviction que les taux d'intérêt progresseraient cependant bientôt aux Etats-Unis, a de nouveau prévalu. Le raffermissement du dollar qui en est résulté s'est accéléré lorsque le Federal Reserve Board a décidé de relever le 14 novembre de 1% le taux d'escompte et d'appliquer une surcharge de 2% en cas de recours fréquent au prêteur en dernier ressort. Peu après, l'annonce d'un accroissement des agrégats monétaires, moins important que prévu initialement, a provoqué un renversement de tendance, qui ramena le dollar à un niveau voisin de celui auquel il se situait au début du mois.

Les jours suivants cependant, au fur et à mesure que les taux d'intérêt américains reprenaient leur ascension et que les "Federal funds" montaient au-delà de 17%, le dollar s'est raffermi, aux dépens surtout de la livre sterling et du yen japonais qui, tous deux, avaient bénéficié auparavant d'importants afflux de capitaux.

Vis-à-vis des monnaies du système monétaire européen, l'avance se limite finalement à 1,25%. Depuis le début de 1980, elle se chiffre à 10%. Le dollar demeure toutefois en deçà des maxima qu'il avait atteints en mars-avril de cette année.

Les tensions qui s'étaient produites au sein du système monétaire européen en octobre se sont poursuivies durant les premiers jours de novembre. Le mark allemand et le franc belge sont demeurés en opposition par rapport au franc français et au florin, entraînant des interventions des banques centrales aux cours limites. Ensuite, toutefois, une détente s'est manifestée: l'écart entre le franc français d'une part, le deutsche mark et le franc belge d'autre part, s'est réduit respectivement à 1,50 et 1,75%. En revanche, la prime du florin sur le franc belge est restée voisine de la marge de 2,25%.

Simultanément la couronne danoise et le livre irlandaise, qui, en début de période, se trouvaient au milieu de la bande communautaire, se sont rapprochées progressivement, la première, des monnaies les plus fermes et, la seconde, des plus faibles. Ces divers mouvements se reflètent dans l'évolution des indicateurs de divergence. L'indice du

franc français et celui du mark ont nettement fléchi, alors que la divergence de la couronne danoise et de la livre irlandaise s'est au contraire accrue et que celle du florin et du franc belge est quasi inchangée.

Les entrées de capitaux dont bénéficiait le franc français tendant à s'amplifier, les autorités françaises ont décidé le 7 novembre de réduire de 0,50% le taux directeur de la Banque de France sur le marché monétaire et d'imposer une réserve obligatoire de 5% sur les dépôts des non-résidents.

Le franc français s'est alors détaché progressivement du bord supérieur de la bande communautaire. La hausse des taux d'intérêt qui s'est produite durant la seconde quinzaine de novembre dans certains pays étrangers a contribué à entretenir ce mouvement. Afin de le contrôler, la Banque de France a occasionnellement procédé à quelques reventes de marks dans le marché.

Le mark allemand a continué de subir le contrecoup de l'afflux de fonds vers des monnaies à rendement plus élevé; surtout durant la première semaine de novembre, d'importantes interventions en francs français et en dollars ont eu lieu en sa faveur. Il a cependant largement bénéficié ensuite du changement d'atmosphère consécutif aux mesures prises par les autorités françaises. Le raffermissement qu'a amorcé le mark durant la deuxième semaine de novembre a été facilité par un recul passager des taux d'intérêt à l'étranger, notamment aux Etats-Unis. Les jours suivants, tandis que les taux d'intérêt en dehors de l'Allemagne évoluaient en sens opposé et que la Federal Reserve Bank of New York poursuivait ses achats de marks en vue de régulariser les mouvements de sa propre monnaie, le mark a conservé son avance. Fin novembre, il était séparé de 0,30% environ de son cours plancher en florins et de 3/4% de celui en francs français.

Le florin est resté la monnaie la plus ferme du système monétaire européen. Les interventions auxquelles il a été utilisé en faveur du mark, d'abord, et du franc belge, ensuite, n'ont cependant pas porté sur des montants très importants.

Le rendement du florin sur l'euro-marché, approchant 10% à trois mois, s'est maintenu légèrement au-dessus de celui du mark allemand.



La lire italienne s'est montrée relativement stable. L'écart qui la sépare du florin s'est néanmoins accru légèrement, atteignant à présent 3 3/4%.

Le franc suisse a, dans l'ensemble, suivi une évolution analogue à celle des monnaies du système monétaire européen. Quasi inchangé à l'égard du mark allemand, il baisse de 1 1/4% en termes de dollars EU. Vis-à-vis de ce dernier, il s'est déprécié de 8% depuis le début de cette année et de 16% par rapport à son niveau record atteint en 1978.

La livre sterling a accusé d'amples fluctuations, tant à New York que sur les marchés européens, en fonction de la perspective, jugée plus ou moins proche, d'un abaissement du taux prêtreur minimum de la Bank of England. Encore en hausse durant les premiers jours de novembre, la livre s'est repliée ensuite assez fortement dans l'attente d'une décision dans ce sens. Lorsque, le 24 novembre, celle-ci a été prise, elle avait déjà été largement escomptée aussi bien sur le marché monétaire que par les milieux cambistes.

La tendance qui, tout au long des semaines précédentes, avait porté la livre à son niveau le plus élevé depuis de nombreuses années, s'est ainsi renversée. En un mois, la livre a reculé de près de 3 1/2% par rapport au dollar et de 2 1/4% vis-à-vis des monnaies de la Communauté européenne. Son taux effectif a été ramené de 79,4 fin octobre à 77,5 fin novembre après avoir atteint entre-temps un maximum de 80,4. Au début de cette année, il se situait à 70, ce qui montre que l'appréciation enregistrée auparavant subsiste en majeure partie.

La baisse des taux d'intérêt en Grande-Bretagne est allée de pair avec des hausses, d'ampleurs diverses, sur les autres places. En particulier, le différentiel d'intérêt entre le dollar et la livre sur l'euro-marché s'est réduit de 4,50% à 3 mois aux dépens du sterling. La résistance dont ce dernier a fait preuve dans ces conditions à la fin du mois montre qu'il continue de bénéficier de la production pétrolière du Royaume-Uni en Mer du Nord et de l'évolution favorable de la balance commerciale britannique.

La couronne suédoise a de nouveau donné des signes de faiblesse. Son taux de change effectif n'a été maintenu aux environs de l'indice 100, soit son niveau d'août 1977, qu'au prix de cessions substantielles de dollars par la Sveriges Riksbank. A l'égard du dollar, la couronne suédoise s'est repliée en novembre de 1,50% ce qui porte à 4% son recul depuis le début de l'année.

Le yen japonais n'a guère souffert début novembre de la baisse du taux d'escompte de la Banque du Japon ni de celle des réserves obligatoires, mesures qui, il est vrai, étaient prévues depuis un certain temps déjà. Par contre, durant la dernière semaine de novembre, il s'est replié sur tous les marchés. Son recul se chiffre à 2,25% en termes de dollar pour le mois entier. L'allègement des restrictions de changes qui entrera en vigueur ce 1er décembre permettra aux Japonais d'exploiter davantage les possibilités de placements en devises à rendement élevé. Le yen est néanmoins, avec le sterling, la seule monnaie qui se soit appréciée cette année vis-à-vis du dollar EU: son avance atteint en effet 10 1/2% à New York. L'appréciation à l'égard des monnaies du SME dépasse, en moyenne, 22% depuis le 1er janvier 1980.

## II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les interventions en dollars ont porté sur des montants plus réduits que durant le mois précédent. Le total des achats s'est limité à \$1,5 milliard, celui des ventes à \$2,5 milliards. Par solde, les banques centrales ont cédé \$1 milliard dans le marché.

La Bank of England, la Sveriges Riksbank, la Banque du Canada et la Federal Reserve Bank of New York se sont montrées les plus actives dans les deux sens.

Si l'on considère les interventions nettes des différentes banques centrales, la Banca d'Italia et la Norges Bank apparaissent comme les acheteurs les plus importants, alors que la Deutsche Bundesbank, la Banque du Canada, la Federal Reserve Bank of New York et la Sveriges Riksbank ont procédé aux ventes nettes les plus élevées.

Les ventes de dollars de la Federal Reserve Bank of New York ont toutes eu lieu contre marks allemands. Ceux-ci ont été affectés à la couverture du solde des positions à la baisse nées de l'utilisation du produit des obligations en DM.

## III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Relativement nombreuses, les interventions en monnaies européennes se concentrent dans la première semaine de novembre. Au total, elles ont porté sur un volume équivalant de \$1,4 milliard.

La plupart d'entre elles, soit 90%, ont été effectuées aux cours limites en francs français et, dans une moindre mesure, en florins. Parmi elles, les interventions au profit du mark représentent plus de 90% et ont été financées auprès du FECOM. Les autres, faites en faveur du franc belge, ont été réglées au comptant par cession d'Ecus.

Le solde, soit 10% du volume global, représente des cessions de marks contre francs français effectuées à des cours intramarginaux durant la seconde quinzaine de novembre. En majeure partie, le produit de ces interventions a été affecté à la réduction de l'endettement de la Bundesbank auprès du FECOM.

\* \* \*

Durant la première semaine de décembre, la tendance à la hausse du dollar EU s'est, dans l'ensemble, poursuivie. Elle s'est accentuée vendredi après que les autorités américaines eurent majoré de 12 à 13% le taux d'escompte de base et de 2 à 3% la surcharge applicable aux recours fréquents au crédit des Federal Reserve Banks. Le dollar a progressé de 1,50% en moyenne vis-à-vis des monnaies du système monétaire européen, tout comme à l'égard du franc suisse et des couronnes suédoise et norvégienne.

La livre sterling a fait preuve de résistance, ne perdant que 0,80% en termes de dollar EU.

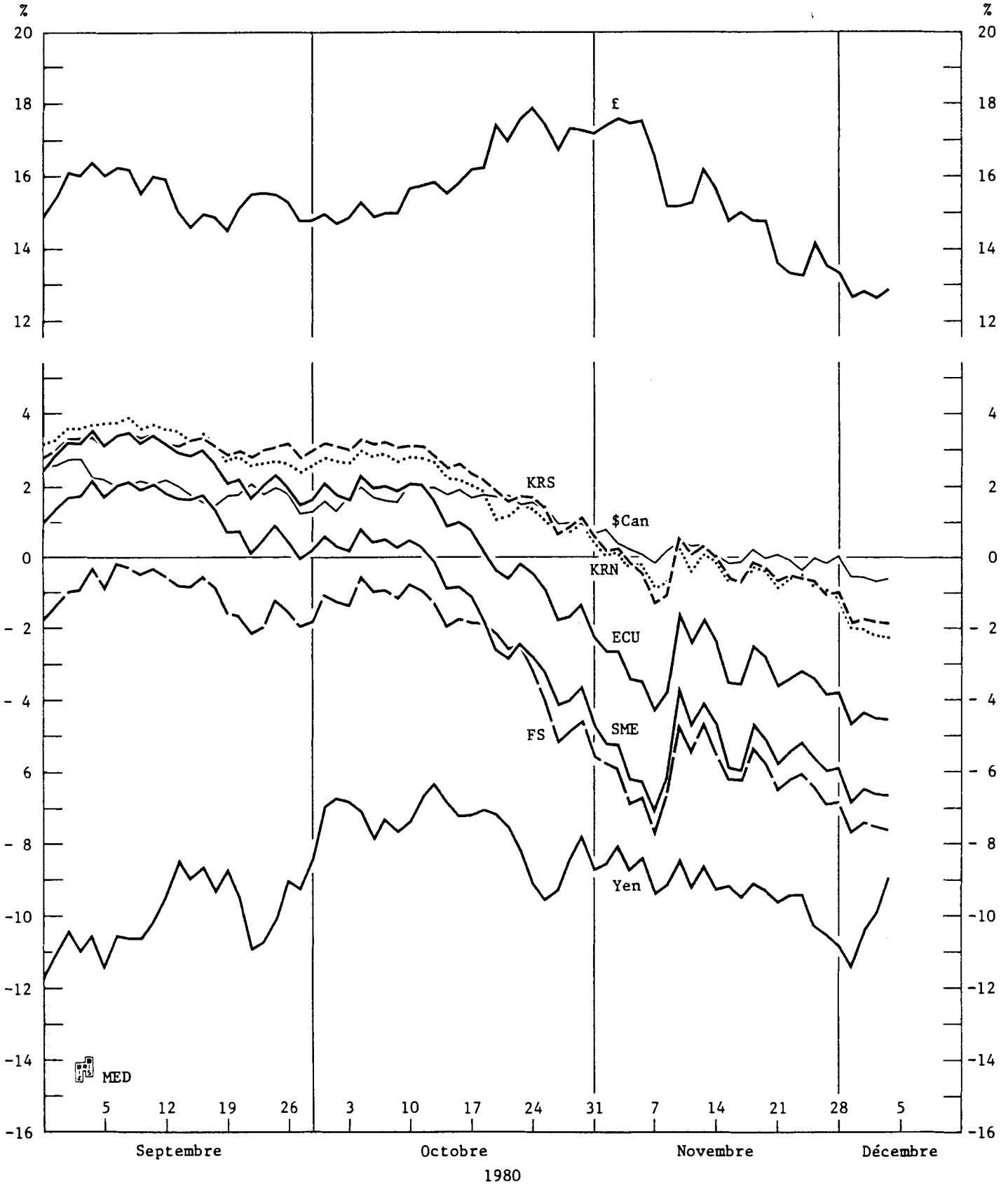
Seul, le yen japonais n'a pas fléchi contre le dollar. Au contraire, il progresse de 2%, ce qui efface en majeure partie le recul subi en novembre.

Au sein du SME, les positions respectives des monnaies participantes n'ont guère changé. Le franc français s'est toutefois rapproché du florin. Il n'en est plus séparé que de 1/4%. L'écart entre le franc belge et le florin est resté très proche de la marge de 2,25% et l'a atteinte à plusieurs reprises, il est cependant revenu à un peu plus de 2% seulement en fin de semaine.

La Federal Reserve Bank a vendu un montant supplémentaire de \$0,7 milliard contre marks allemands alors que les interventions faites en dollars par les autres banques centrales dans les deux sens se compensent presque entièrement. Parmi ces dernières, ce sont les achats de la Banca d'Italia et les ventes de la Sveriges Riksbank qui ont porté sur les montants les plus importants.

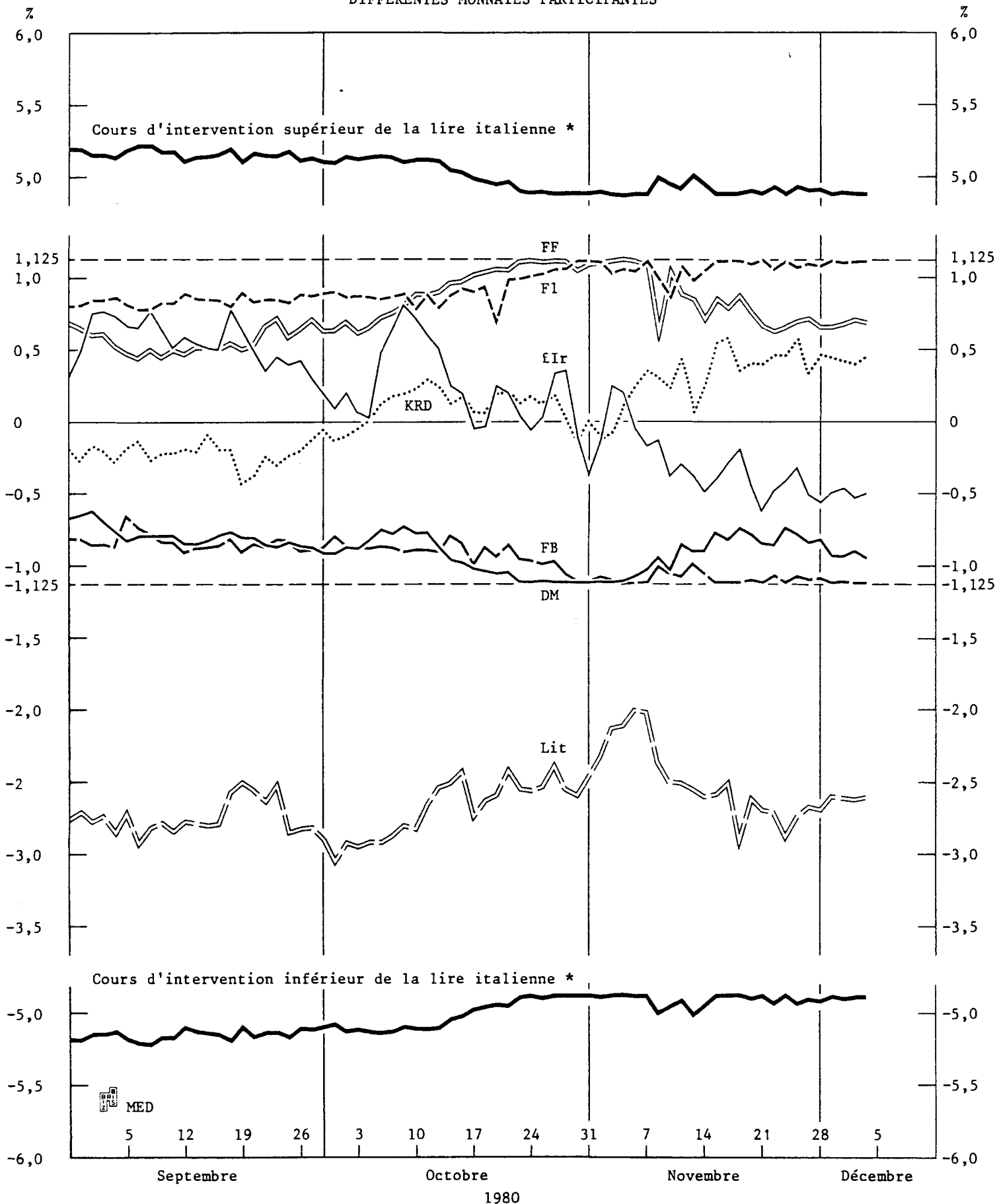
Au sein du SME, les interventions en monnaies européennes se sont élevées à une contre-valeur de \$160 millions. Elles consistent, à raison d'un peu plus de 50%, en interventions en faveur du franc belge au cours limite du florin et, pour le solde, en rachats de marks par la Banque de France à des cours intramarginaux.

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



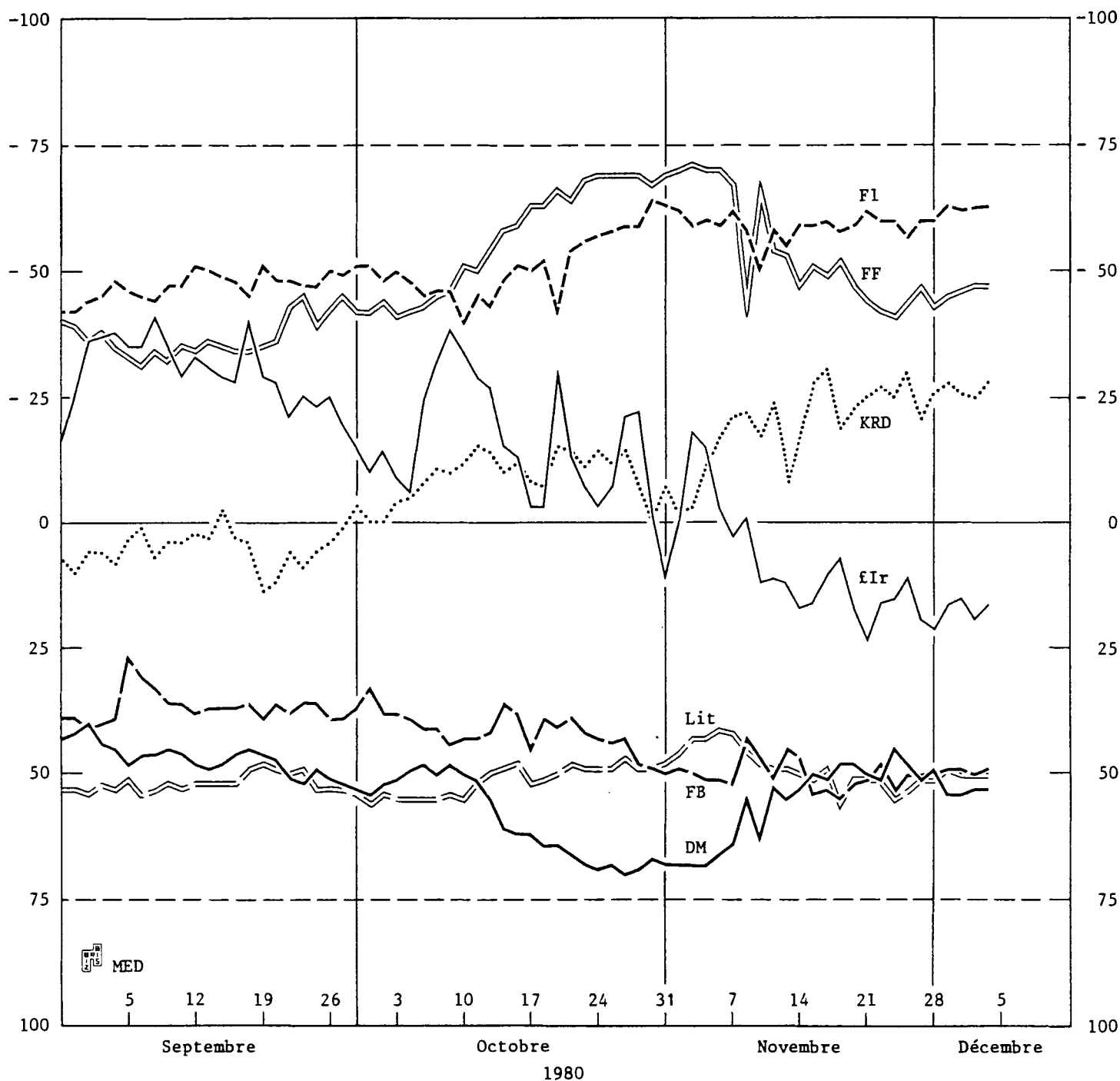
\* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignées le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

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



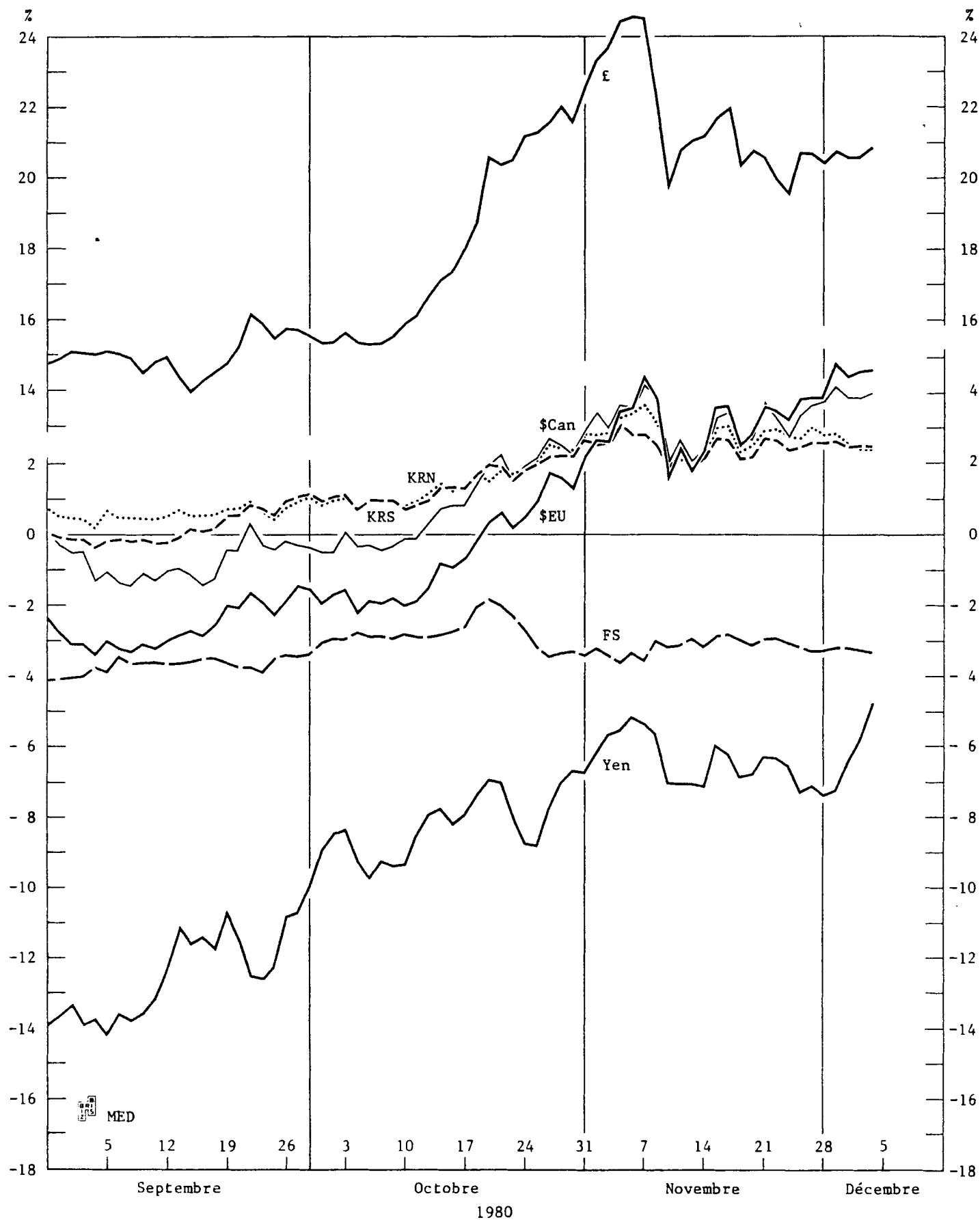
\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de  $\pm 2,25\%$ .

## 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  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES  
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU  
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS LE 28 DECEMBRE 1978 \*



\* £ 0,677119; \$Can 1,63377; FS 2,23280; KRS 5,88910; KRN 6,88210; Yen 266,000; \$EU 1,37773.

4 décembre 1980