

PROCES-VERBAL*

DE LA CENT-TRENTE-NEUVIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 NOVEMBRE 1979 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de France et Président du Comité des Gouverneurs, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl, Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász, Boot et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Padoa-Schioppa, Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; le Président du groupe d'experts, M. Heyvaert. 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 des procès-verbaux des 137e et 138e séances

Les procès-verbaux des 137e et 138e séances sont approuvés à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel concernant:

- l'exposé de M. Heyvaert, pages 2 et 3 du projet de procès-verbal de la 137e séance,

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 8 janvier 1980, et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

- des déclarations de M. Emminger, M. Andersen et M. Murray reproduites respectivement aux pages 4, 7 et 10 du projet de procès-verbal de la 138e séance.

Ces modifications seront incorporées dans le texte définitif.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de septembre et d'octobre et des premiers jours de novembre 1979

A. Présentation du rapport destiné aux Ministres des Finances 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.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé; il constate que le projet de rapport destiné aux Ministres des Finances ne soulève pas de remarque et qu'il est adopté par le Comité.

B. Examen du fonctionnement de la concertation intracommunautaire

Invité par le Président, M. Lamfalussy présente quelques commentaires sur l'évolution récente des taux d'intérêt dans les pays industrialisés occidentaux. Les deux tableaux statistiques qui ont été préparés par le secrétariat font ressortir que la hausse des taux d'intérêt, qui a déjà fait, à plusieurs reprises, l'objet de discussions au sein du Comité, s'est poursuivie presque partout durant septembre et octobre, notamment sur les marchés à court terme et dans une moindre mesure sur les marchés à long terme. Les différentiels de taux d'intérêt, qui en résultent entre les pays de la CEE ainsi qu'entre ceux-ci et les Etats-Unis, semblent contribuer à la cohésion actuelle des monnaies au sein du SME; en revanche, on peut s'interroger sur l'opportunité du niveau moyen actuel des taux d'intérêt. Celui-ci est généralement justifié par l'accélération de l'inflation mais cette accélération est due à des facteurs d'origine externe (hausse des prix du pétrole et d'autres matières premières) et interne (excès de la demande, par exemple en Allemagne, dans le secteur de la construction et plus généralement aux Etats-Unis); or, dans la mesure où on

estime que les facteurs d'origine externe jouent un rôle prépondérant, des politiques visant à casser les attentes inflationnistes et à influencer sur le prix du pétrole au moyen d'une hausse des taux d'intérêt ne pourraient atteindre leur objectif qu'au prix d'une stagnation de l'activité économique sur le plan mondial. Une telle stagnation serait particulièrement dommageable pour les pays en voie de développement qui sont déjà considérablement endettés et devraient donc encore augmenter davantage leur endettement.

M. Lamfalussy conclut en disant que le niveau actuel des taux d'intérêt ne donne pas encore lieu à trop d'inquiétude. Il n'en serait pas de même si, à l'avenir, les autorités monétaires répondaient à une nouvelle poussée inflationniste d'origine externe (à laquelle il faut s'attendre) par d'autres relèvements de taux d'intérêt, étant donné les répercussions d'une telle politique sur l'équilibre économique et financier sur le plan mondial en général ainsi que sur le fonctionnement du SME en particulier.

Le Président remercie M. Lamfalussy de son exposé. Il pense qu'il faudrait discuter, outre la question de fond du niveau actuel des taux d'intérêt également celle de la concertation préalable, au sein du Comité des Gouverneurs, sur les intentions nationales en matière de politique monétaire et, en particulier, de politique de taux d'intérêt. Alors qu'en juillet, M. Pöhl avait mis au courant préalablement les Gouverneurs des banques centrales des mesures envisagées par la Bundesbank et avait donc permis à ses collègues d'émettre leur avis sur ces mesures, de nouvelles mesures ont été prises depuis lors sans qu'il y ait eu une concertation ou information préalable. Or, celle-ci, quels que soient ses résultats, est extrêmement utile en vue d'une meilleure coordination des politiques monétaires.

M. Ortoli signale que la Commission, en exécution d'un mandat d'examiner les possibilités d'améliorer la coordination des politiques économiques, envisage de présenter prochainement au Conseil des Ministres un document qui suggérera une procédure beaucoup plus précise qu'actuellement pour les grandes décisions nationales en matière de politiques monétaires et, en particulier, de politiques de taux d'intérêt. Cette procédure, qui toucherait le fonctionnement des Comités, s'inspire de l'idée que les

décisions de politique monétaire, notamment dans le cas d'un grand pays, ne restent pas sans influence sur l'évolution à l'intérieur du SME et que par conséquent de telles décisions devraient être soumises à une consultation préalable à haut niveau. Cette consultation permettrait d'analyser les effets probables de la mesure en question et permettrait également aux partenaires de faire part de leurs réactions et de proposer éventuellement au pays concerné des mesures ou instruments alternatifs. Les observations ainsi émises par les autres banques centrales de la CEE seraient portées à la connaissance de l'instance habilitée à prendre les décisions nationales. De la sorte, tout en respectant la responsabilité nationale en matière de politique monétaire, les préoccupations communautaires seraient de plus en plus prises en considération, ce qui est indispensable, car, sans une meilleure coordination des politiques monétaires, le fonctionnement du SME serait mis en péril.

Répondant à une question de M. Emminger, M. Ortolí précise qu'on pourrait envisager les consultations,

- soit au sein du Comité des Gouverneurs ou d'une émanation de celui-ci,
- soit au Comité monétaire,

la répartition des responsabilités entre la banque centrale et le gouvernement étant variable selon les pays. Par ailleurs, M. Ortolí indique qu'il proposera que les membres du Comité monétaire soient tous à un haut niveau, c'est-à-dire que les représentants des Trésors et des banques centrales dans ce comité devraient être les personnalités qui suivent immédiatement, dans l'ordre hiérarchique, respectivement le Ministre et le Gouverneur.

M. Emminger constate qu'on tend à mettre en relief uniquement les mesures de la politique monétaire allemande tandis qu'on passe sous silence le fait que d'autres autorités de la Communauté ont pris, au cours des derniers mois, des mesures également sans consultation préalable. Or, les mesures prises par la Deutsche Bundesbank ne sont pas si exceptionnelles et si importantes pour justifier des dispositions particulières. Il est donc nécessaire de souligner que toute obligation éventuelle de soumettre les décisions de politique monétaire à une consultation préalable au niveau communautaire devrait s'appliquer à tous les pays de la CEE et pas seulement à l'Allemagne.

La Deutsche Bundesbank a été une des seules banques centrales de la CEE, dans le passé, à informer préalablement (elle l'a fait à plusieurs reprises en 1978 et 1979 et pas seulement en juillet 1979), ses partenaires de ses intentions; elle poursuivra cette pratique à l'avenir dans la mesure du possible. L'absence d'information préalable - soit lors d'une séance du Comité des Gouverneurs, soit par voie téléphonique - dans le cas du relèvement, décidé le 31 octobre, des taux officiels s'explique par plusieurs difficultés techniques et de procédure: tout d'abord la dernière séance du Comité des Gouverneurs remonte au 1er octobre, date à laquelle la nécessité d'ajuster les taux officiels allemands en fonction de l'évolution sur le marché monétaire ne s'était pas encore manifestée, plus tard un autre facteur a joué, à savoir, l'incertitude sur le calendrier d'émission des bons Carter. En tout état de cause, il n'est plus correct et approprié de concentrer l'attention sur les mesures de taux d'intérêt. Aujourd'hui, en effet, la politique monétaire vise à un contrôle quantitatif des agrégats monétaires, elle n'est certes pas sans incidence sur les taux d'intérêt du marché auxquels les taux officiels doivent être adaptés de temps à autre. Ainsi, le dernier relèvement des taux officiels en Allemagne a été une mesure sanctionnant une évolution qui s'était déjà produite; il ne visait pas à influencer sur les taux d'intérêt à court et à long terme.

M. Emminger conclut en disant que, compte tenu des considérations qu'il vient d'exposer, il importe d'examiner régulièrement l'évolution générale des politiques monétaires de tous les pays de la CEE mais de ne pas faire un sort spécial à une banque centrale ou à des mesures particulières.

Le Président fait, à titre personnel, les deux remarques suivantes:

- Il va de soi que l'observation faite, visant la Deutsche Bundesbank, est générale et peut s'appliquer à n'importe quelle banque centrale de même que les efforts en vue d'une meilleure coordination des politiques monétaires concernent toutes les banques centrales de la CEE. Si l'accent a été mis particulièrement sur les mesures prises par la Bundesbank c'est parce que les relèvements de taux d'intérêt, décidés par les autres banques centrales, ont été une conséquence directe de la politique allemande.

- Sur le plan de la procédure il faudrait chercher à remédier à l'avenir aux difficultés mentionnées par M. Emminger. A titre provisoire, et en attendant notamment les propositions que la Commission fera en cette matière, une solution pourrait consister à prévoir qu'en l'absence d'une séance du Comité une banque centrale qui envisage une action sur les taux d'intérêt informe préalablement par voie téléphonique, soit les autres Gouverneurs, soit le Président du Comité, à charge pour celui-ci de recueillir les remarques de ses collègues et de les transmettre à la banque centrale concernée.

M. de Strycker partage les craintes exprimées par M. Lamfalussy sur le développement futur d'une part, en matière de prix du pétrole, d'autre part, dans le domaine des politiques monétaires. On peut s'interroger sur le bien-fondé d'une politique monétaire qui répond à une hausse des prix du pétrole avec un relèvement des taux d'intérêt car elle ne peut influencer sur les prix du pétrole qu'à travers un ralentissement de l'activité économique mondiale qui réduirait la demande de pétrole. Une telle politique serait en effet assez brutale et on peut se demander s'il n'existe pas d'autres moyens de parer la hausse des prix des produits pétroliers, par exemple des mesures spécifiques dans le domaine de l'approvisionnement énergétique. S'il est admis que des facteurs internes justifient dans une certaine mesure une politique monétaire restrictive aux Etats-Unis et en Allemagne, dans d'autres pays, en revanche, un nouveau resserrement des conditions monétaires comporterait des risques conjoncturels graves. Dans ces conditions, il appartiendrait peut-être au Comité des Gouverneurs d'attirer l'attention du Conseil des Ministres des Finances sur les dangers de cette situation.

M. Richardson fait remarquer que l'événement le plus important au cours des deux derniers mois au Royaume-Uni a été l'abolition complète du contrôle des changes après son démantèlement partiel au cours de l'été; cette mesure n'est pas sans importance pour la poursuite de la politique monétaire. Pendant les trois derniers mois, le taux d'accroissement de £M3 s'est situé au bord supérieur de l'objectif de 7 à 11% fixé sur une base annuelle, pour les dix mois de juin 1979 à avril 1980; si l'on tient compte des effets de "désintermédiation" ("leakage") du "corset", on constate même un dépassement vers le haut. Les nouvelles statistiques concernant les engagements bancaires éligibles (eligible liabilities) et les encours

bancaires en livres sterling pour le mois d'octobre (ces statistiques précèdent d'environ une semaine celles relatives à £M3) suggèrent une nouvelle accélération de la croissance monétaire. Les marchés ont réagi à la publication de ces chiffres par une forte augmentation des taux du marché monétaire. L'orateur en veut pour exemple le taux interbancaire à trois mois qui, au moment où il parle, se situe à 15 3/4%, c'est-à-dire bien au-dessus du taux minimum d'avances de la Bank of England.

Cette évolution, ainsi que les réactions officielles qu'elle ne manquera pas de susciter à bref délai, coïncide avec d'autres décisions que les autorités vont devoir prendre. Il s'agit, en premier lieu, de la prorogation de l'objectif assigné à M3. Plusieurs options sont possibles; cependant, que l'objectif soit reconduit sur la base des chiffres de juin 1979 ou de ceux, plus élevés, d'octobre, il n'est nullement question d'en atténuer l'influence restrictive. Une décision sera également à prendre sur l'extension du "corset" dont l'application expirera à la fin de 1979. Etant donné que cet instrument est actuellement appliqué pour la troisième fois, les banques ont trouvé entre-temps les moyens d'échapper aux restrictions de crédit par un octroi accru de crédits d'acceptation. Les autorités monétaires ont renoncé jusqu'à présent à remédier à cette fuite en vue de ne pas provoquer des contournements par des voies moins transparentes. Dans les milieux académiques, on juge inutile et inefficace l'instrument du "corset", notamment depuis que l'abolition du contrôle des changes a ouvert d'autres possibilités de "désintermédiation".

Le débat sur l'opportunité de maintenir le "corset" se fait dans le cadre d'une discussion générale qui porte sur les possibilités de contrôler la croissance de la masse monétaire par le contrôle de la base monétaire, discussion qui n'a cependant pas encore abouti à des résultats définitifs.

M. Zijlstra pense, comme M. Emminger, qu'il faudrait plutôt prendre en considération les questions fondamentales de la politique monétaire que les mesures qui ne sont que le reflet de l'orientation de la politique monétaire.

Tous les pays semblent être d'accord sur le fait qu'il importe de contrôler la croissance des agrégats monétaires en vue de maintenir l'équilibre interne, mais les pratiques et les vues sont différentes quant au choix et aux instruments que les pays mettent en oeuvre à cette fin. Quelques pays régularisent la base monétaire, mais une telle politique soulève la question

de la stabilité de la relation entre la base monétaire et la masse monétaire. Alors qu'en Italie, cette relation s'est avérée assez stable, les recherches faites dans le cas des Pays-Bas ont fait ressortir une grande instabilité, raison pour laquelle ce pays contrôle l'évolution de la masse monétaire par des mesures plutôt quantitatives.

L'application d'une politique de contrôle de la base monétaire, dans un pays où la relation entre cette grandeur et la masse monétaire est instable, comporte le risque d'un dosage trop fort de la politique monétaire qui, dans un système de change à taux fixes, pourra notamment créer des tensions sur les marchés et avoir aussi des effets néfastes sur d'autres pays. A titre d'exemple, on peut citer le cas de l'Allemagne et celui des Pays-Bas. Ce dernier pays connaît, en ce qui concerne les facteurs fondamentaux, une évolution assez comparable à celle de l'Allemagne et le taux de change du florin devrait donc suivre étroitement celui du mark allemand. Dans le domaine monétaire, il est à noter qu'aux Pays-Bas la masse monétaire s'est accrue pour la troisième année consécutive, à un rythme inférieur à celui du produit interne brut. La différence entre l'Allemagne et les Pays-Bas réside notamment dans le fait que ce dernier pays utilise des méthodes plus directes qui permettent de limiter considérablement la hausse des taux d'intérêt par rapport à ce qui serait nécessaire, pour atteindre un objectif intermédiaire donné par la voie du contrôle de la base monétaire.

M. Zijlstra conclut en disant que, tout en reconnaissant le bien-fondé de la politique allemande visant à une modération de la croissance des agrégats monétaires, il tient à souligner les risques que comporte, notamment pour les relations de change, une politique qui se base exclusivement sur le contrôle de la base monétaire, étant donné l'instabilité du rapport entre cette grandeur et la masse monétaire. Les discussions des Gouverneurs devraient donc porter non seulement sur les objectifs monétaires intermédiaires (sur lesquels il ne semble pas y avoir de divergences de vues), mais aussi sur les instruments que les autorités monétaires utilisent en vue d'atteindre leurs objectifs monétaires.

Avant de donner la parole à M. Ciampi, le Président souhaite la bienvenue au nouveau Gouverneur de la Banca d'Italia et lui exprime le plaisir des Gouverneurs de le voir siéger dans le Comité. Ce plaisir est double en raison d'une part du talent de M. Ciampi et de la qualité des contacts qu'il

entretient avec ses amis des banques centrales, d'autre part du fait que la présence de M. Ciampi et, à ses côtés, de M. Sarcinelli témoigne du retour au calme dans l'état-major de la Banca d'Italia.

M. Ciampi remercie le Président pour ses aimables paroles et tous les Gouverneurs pour la sympathie qu'ils n'ont cessé de manifester à la Banca d'Italia durant la situation particulière que celle-ci a connue. Il partage l'opinion exprimée par M. de Strycker sur le rôle de la politique monétaire. En effet, il semble vain de vouloir lutter contre la hausse des prix pétroliers par une politique de hausse des taux d'intérêt. Une telle politique serait d'autant plus dangereuse pour l'économie italienne, étant donné le haut degré d'endettement des entreprises du pays. Ces considérations ainsi que l'excédent de la balance des paiements courants et la faiblesse du dollar ont amené les autorités à retarder un relèvement des taux d'intérêt jusqu'à mi-septembre. En octobre, le taux officiel a été relevé de 10,5% à 12% et le taux d'adjudication des Bons du Trésor est monté de 11,5 à 13%. La reconduction du plafonnement du crédit bancaire, qui sera appliqué désormais de manière encore plus rigoureuse, devrait freiner, d'ici la fin de l'année, la demande de crédit et entraîner une hausse des taux débiteurs.

M. Hoffmeyer fait remarquer que la Danmarks Nationalbank a relevé, en septembre, son taux d'escompte de manière significative sans consultation préalable avec les autres banques centrales. Toutefois, elle a agi dans des circonstances classiques, c'est-à-dire sous la contrainte d'une pression à la baisse sur la couronne danoise. Les taux du marché avaient déjà fortement progressé et la décision prise par la banque centrale n'était donc qu'un ajustement aux forces du marché. Ce cas démontre qu'il convient d'être prudent dans l'établissement d'un mécanisme de consultation préalable sur les mesures de la politique monétaire.

Au sujet de la distinction établie par M. Lamfalussy entre l'inflation d'origine externe et celle d'origine interne, M. Hoffmeyer fait remarquer que, dans le cas du Danemark, on a observé une pression croissante de la demande dans les marchés des biens et du travail, phénomène qui nécessite le maintien de la politique monétaire restrictive. A cet égard, il faudrait tenir compte du taux d'inflation quand on se préoccupe du niveau élevé des taux d'intérêt nominaux.

M. Ortoli pense que tous les pays membres de la CEE accordent la priorité à la lutte contre l'inflation. A cette fin, la politique budgétaire devrait prendre une orientation moins expansionniste que dans le passé,

alors que la politique monétaire devrait rester assez rigoureuse. En outre, l'opinion publique doit être convaincue d'accepter les répercussions, sur les revenus, du transfert réel de ressources résultant de l'enchérissement du pétrole; cette tentative se heurte cependant, dans une mesure variable selon les pays, aux mécanismes d'ajustement des rémunérations, en particulier, le mécanisme d'indexation des revenus. Enfin, la politique énergétique devrait également apporter une contribution. En recommandant de donner la priorité à la lutte contre l'inflation, la Commission est consciente de l'affaiblissement du climat conjoncturel auquel il faut s'attendre pour 1980 et qui pourrait encore s'accroître si les prix du pétrole subissaient une nouvelle hausse significative. Actuellement, on prévoit une croissance réelle de 2% dans l'ensemble des pays de la Communauté.

En ce qui concerne la politique monétaire qui, de l'avis de la Commission, a un rôle important à jouer, la mise en oeuvre du SME et d'une politique économique européenne plus coordonnée exige que la politique monétaire soit soumise à un jugement beaucoup plus précis et continu: à cette fin, il conviendrait de soumettre les grands objectifs et décisions de la politique monétaire à une concertation préalable. En outre, comme M. Zijlstra l'a démontré, l'interdépendance des économies européennes rend hautement nécessaire un rapprochement des instruments de la politique monétaire, rapprochement qui ne semble pas exclu, même s'il existe des différences structurelles et institutionnelles entre les pays.

M. Ortoli reconnaît que les variations des taux officiels ne représentent parfois que l'ajustement aux forces du marché, mais il conviendrait de ne pas succomber à la tentation de regarder toutes les décisions de la politique monétaire comme parfaites et entièrement dictées par les circonstances. Les grandes décisions de la politique monétaire, notamment celles des grands pays, ont inévitablement des répercussions sur le SME et devraient donc être soumises à une consultation préalable; à cet égard, il est à noter que la Commission ne proposera dans son document aucune procédure précise.

M. Emminger suggère que la Commission soumette au Comité le document mentionné par M. Ortoli, avant de le présenter au Conseil; en effet, ce document concerne, pour une partie, la politique monétaire et par conséquent touche aux responsabilités des banques centrales. En ce qui concerne la question de fond évoquée par MM. de Strycker et Lamfalussy, il est à noter que les autorités monétaires allemandes ne croient pas qu'on puisse éliminer

la hausse des prix pétroliers par une hausse des taux d'intérêt; elles pensent en revanche que les pressions inflationnistes internes, qui se sont accentuées non seulement en Allemagne mais aussi dans d'autres pays, doivent être combattues par la politique monétaire, même s'il est admis que toutes les autres politiques doivent également jouer un rôle. La politique monétaire allemande ne vise cependant pas à une hausse des taux d'intérêt, mais cherche à modérer la croissance des agrégats monétaires qui a été assez forte en 1978 et au début de 1979. La hausse des taux d'intérêt sur le marché exige de temps à autre des ajustements des taux officiels et n'est qu'une résultante de la politique monétaire. Par ailleurs, cette dernière attache, depuis le début de 1979, de plus en plus d'importance à l'évolution du crédit interne, qui représente un indicateur des pressions inflationnistes internes.

M. de Strycker

- met en doute la constatation selon laquelle tous les pays de la CEE seraient confrontés avec le problème d'un excès de la demande interne, constatation qui ne semble guère être compatible avec la perspective d'une croissance économique en 1980 de 2% en termes réels,
- se demande si le problème pétrolier ne nécessite pas d'être combattu par des mesures spécifiques de la politique énergétique, notamment en matière d'économie d'énergie, une telle orientation supposant toutefois des efforts collectifs et concertés.

M. Zijlstra appuie la suggestion faite par M. Emminger de faire discuter le document de la Commission par les Gouverneurs avant de le soumettre au Conseil.

M. Ortoli pense qu'on se trouve partout en face d'une accélération de l'inflation (10%) qui ne peut être expliquée que dans des cas singuliers par des facteurs accidentels (par exemple, au Royaume-Uni où il s'agit des effets d'un rapprochement de la fiscalité vers celles des autres pays de la CEE). Il est aussi clair que la demande a progressé quelque peu plus rapidement que prévu. D'autre part, la charge publique a atteint des proportions qui ne laissent plus de marge suffisante pour le développement de l'activité privée, notamment celui des investissements privés, lesquels sont restés stationnaires partout à l'exception principale de

l'Allemagne. Il s'agit là d'une des raisons de la dégradation de la productivité et de la compétitivité de l'ensemble des économies communautaires. D'autres considérations sur cette situation très complexe se retrouvent dans un mémorandum de la Commission que celle-ci est en train d'élaborer.

En ce qui concerne les demandes formulées par MM. Emminger et Zijlstra, M. Ortolí explique que la Commission établira deux documents différents: le premier traite, conformément au mandat reçu par la Commission, des différents comités, alors que le second, qui revêt plutôt un caractère politique, suggère que les grandes décisions de la politique économique et monétaire soient soumises à une consultation préalable; mis à part la suggestion concernant le Comité monétaire, le document ne précise pas les procédures qui seraient mises en oeuvre en vue de ces consultations.

M. Ortolí indique qu'il communiquera les deux documents susmentionnés au Président du Comité mais que ces textes ne devraient pas poser de problèmes pour les Gouverneurs.

Le Président conclut

- que le Comité souhaiterait discuter le 11 décembre les documents susmentionnés de la Commission afin que chaque Gouverneur puisse ensuite informer son Ministre des Finances avant la session du Conseil du 17 décembre 1979,
- qu'au vu de la qualité des discussions tenues par le Comité, il conviendrait de prévoir la possibilité d'avoir, de temps à autre, des réunions plus longues qu'il n'est le cas actuellement.

III. Poursuite de l'échange de vues sur l'attitude des banques centrales de la CEE à l'égard des monnaies de pays tiers, et sur la coordination des politiques de change pratiquées à l'égard des pays tiers

Le Président invite M. Théron à résumer les conclusions auxquelles les Suppléants sont arrivés lors de leurs discussions sur le problème

M. Théron indique que les discussions des Suppléants ont porté sur:

- l'historique de la politique commune à l'égard du dollar,
- l'attitude commune des banques centrales de la CEE à l'égard du dollar,
- la coordination des politiques de change à l'égard du dollar.

En conclusion de leur discussion, les Suppléants ont dégagé les quelques remarques et suggestions ci-après qu'ils soumettent aux Gouverneurs.

1) Sur le fond tout d'abord, les Suppléants sont d'accord pour souligner deux points:

- d'une part, les interventions ne peuvent pas, à elles seules, régler les problèmes que l'évolution du cours du dollar pose: tant pour les différents pays de la CEE que pour la cohésion au sein du SME,
- d'autre part, le problème du dollar relève essentiellement de l'autorité et de la compétence des Etats-Unis.

Dans ce contexte, les Suppléants estiment que l'action de régularisation des fluctuations erratiques, sans contrecarrer les tendances fondamentales, qui était le but principal des arrangements de 1975, devrait être redéfinie d'abord au sein de la CEE et ensuite en collaboration avec les autorités américaines. Bien entendu, il conviendrait de discuter avec les Américains avec toute la prudence qui s'impose. Cette réactivation des principes de 1975 devrait toutefois être plus souple et plus pragmatique que le prévoyaient les textes d'origine. En revanche, elle pourrait être guidée ou orientée par un élément nouveau au sein du Comité des Gouverneurs, à savoir l'appréciation qualitative sur le niveau du cours du dollar qui serait formulée périodiquement par les Gouverneurs.

Les Suppléants suggèrent en effet que, lors des séances mensuelles, les Gouverneurs, après le rapport sur la concertation, engagent une discussion non seulement sur les politiques de change et d'intervention et les politiques monétaires pratiquées durant la période écoulée, mais aussi sur le niveau du cours du dollar, afin de dégager, si possible, une appréciation qualitative commune qui pourrait servir de référence pour la politique d'intervention en dollar à suivre durant les semaines à venir.

Dans cette optique, les Suppléants ont noté que la stabilisation du taux de change réel semble être un principe directeur de la politique de change de certaines banques centrales et ils se demandent si une première discussion de ce principe par les Gouverneurs ne serait pas utile.

2) Sur le plan de la procédure, les Suppléants proposent aux Gouverneurs de confier au "Groupe Heyvaert" un mandat d'étude qui couvrirait les divers points ou suggestions contenus dans les notes des banques centrales, y compris ceux sur lesquels il n'y a pas de consensus. Parmi ces points

devraient figurer notamment:

- la réduction, par rapport au chiffre actuel de 0,75-1%, des seuils d'intervention quotidiens sur le dollar,
- l'application de seuils ou marges asymétriques en fonction de l'appréciation générale portée sur le dollar,
- le développement des interventions intramarginales en monnaies communautaires et une plus grande souplesse dans ce domaine, afin d'éviter les interventions en dollars qui apparaissent dans certaines circonstances peu souhaitables ou qui nuiraient à la cohésion du SME,
- la prise en charge partielle et progressive par les Etats-Unis des risques inhérents aux interventions au moyen d'endettement dans les monnaies d'intervention,
- la multilatéralisation des engagements et des créances de la "Federal" résultant d'interventions entreprises dans le cadre concerté.

Le rapport établi par le groupe d'experts sera revu par les Suppléants avant d'être soumis aux Gouverneurs.

Le Président conclut que le Comité pourrait disposer lors de sa prochaine séance d'un document de travail ou d'un rapport sur les points mentionnés par M. Théron, et qu'il pourra, sur cette base, poursuivre son échange de vues. Il constate l'accord des Gouverneurs sur la procédure proposée par les Suppléants.

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

Le Président rappelle que, lors de la séance du Comité de juillet 1978, une procédure avait été proposée pour un examen par les Suppléants des possibilités d'harmoniser, au sein de la CEE, les modalités des accords de swap avec la "Federal" - essentiellement les clauses de partage des risques - qui diffèrent selon les banques centrales. Cet examen n'a pas eu lieu, étant donné la position prise par certaines banques centrales. Il ne semble pas que les vues de ces banques centrales aient changé depuis lors et, de ce fait, la question n'est inscrite que pour ordre.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Rapport complémentaire de l'Agent du FECOM aux Gouverneurs des banques centrales de la CEE sur le statut fiscal des actifs de réserve en dollars EU déposés aux Etats-Unis et cédés au FECOM

M. Théron indique que les Suppléants n'ont pas de remarques sur ce document en date du 10 novembre 1979 qui a été distribué à Bâle. Le rapport confirme que la Federal Reserve Bank of New York a soumis à l'Internal Revenue Service des Etats-Unis, en date du 28 septembre 1979, une requête pour une décision de principe ("ruling") qui se fonde, conformément aux souhaits formulés par les Gouverneurs, lors de leur séance de mai 1979, sur l'exemption fiscale accordée aux banques centrales étrangères par l'article 895 de l'Internal Revenue Code. La suite réservée à cette requête devrait être connue dans quelques mois.

2. Améliorations à apporter aux procédures suivies pour les réalignements des cours-pivots dans le cadre du SME

M. Théron indique que les Suppléants n'ont pu consacrer beaucoup de temps à ce point que les Gouverneurs étaient convenus de mettre à l'ordre du jour de la présente séance à la suite de leur bref échange de vues lors de la réunion de Belgrade. La courte discussion des Suppléants a révélé des divergences d'opinions, sur l'opportunité de changer la procédure actuelle.

Il semble préférable que la délégation néerlandaise, qui a été à la base de cette question, précise ses idées en vue de permettre aux Suppléants de faire rapport aux Gouverneurs pour une des prochaines séances.

M. Szász souligne que M. Zijlstra n'envisageait pas de présenter des propositions précises mais plutôt d'avoir un échange de vues sur les différentes possibilités d'amélioration. Il propose de mettre la question à l'ordre du jour de la prochaine séance, le Président Zijlstra étant prêt à en lancer la discussion par quelques remarques.

Le Président constate l'accord du Comité sur la procédure suggérée par M. Szasz.

3. Communication aux Ministres des Finances des procès-verbaux
du Comité des Gouverneurs

M. Théron indique que lors de la séance des Suppléants de lundi la délégation néerlandaise a estimé utile d'attirer l'attention du Comité des Gouverneurs sur le fait que certains Ministères des Finances reçoivent les procès-verbaux du Comité des Gouverneurs.

Le Président pense que les pratiques différentes suivies par les banques centrales en cette matière posent certains problèmes; à titre personnel, il estime que les procès-verbaux, tels qu'ils ont établis actuellement, doivent rester strictement limités à l'usage des banques centrales en vue de conserver au Comité une de ses vertus majeures, à savoir l'atmosphère de confiance dans laquelle se déroulent les discussions des Gouverneurs.

Deux types de solutions pourraient être envisagés:

- chaque Gouverneur se charge d'informer oralement la Trésorerie de son pays dans les conditions qu'il souhaite et qui peuvent varier d'un pays à l'autre,
- deux types de procès-verbaux seraient établis pour chaque réunion: le premier garderait la forme actuelle et serait strictement réservé à l'usage des banques centrales, alors que le second serait un document très succinct qui pourrait être transmis aux Trésoreries.

La seconde solution ne semble cependant pas très satisfaisante, d'une part, elle ne donnerait pas satisfaction aux Trésoreries et d'autre part elle signifierait un travail supplémentaire pour le secrétariat. Quoiqu'il en soit, il faudrait réfléchir à ce problème et reprendre la question lors d'une des prochaines séances.

Sans vouloir faire une proposition formelle, M. Szász pense qu'une troisième solution qui éviterait l'établissement de deux types de procès-verbal pourrait consister à raccourcir les procès-verbaux.

Le Comité marque son accord sur la procédure proposée par le Président.

4. Discussion du Comité sur les questions relatives à l'institution du Fonds monétaire européen

M. Murray rappelle que, lors de la séance des Suppléants, la délégation irlandaise a suggéré d'examiner, dans un premier stade de réflexion, les questions relatives à l'institution du Fonds monétaire européen et que les Suppléants semblaient être généralement d'accord à propos de la nécessité d'un tel examen.

A titre personnel, le Président reconnaît que le Comité des Gouverneurs devra bien entendu s'occuper de cette question. Toutefois, celle-ci ne pourrait être traitée au cours des séances mensuelles du Comité, qui sont déjà suffisamment chargées de nombre de problèmes. Il conviendrait donc de prévoir, dans les mois à venir, une ou plusieurs réunions plus longues.

VI. Présidence du Comité

Le Président indique ainsi qu'il l'avait déjà annoncé lors de sa désignation en mars 1979 comme Président du Comité, il prendra dans quelques jours sa retraite de Gouverneur de la Banque de France. Le Comité devrait donc désigner un nouveau président et fixer la durée de son mandat.

En ce qui concerne le premier point, l'application de la règle de l'ancienneté, en vigueur depuis 1971, désignerait M. Zijlstra. Celui-ci n'a cependant pas accepté en raison de ses charges en tant que Président de la BRI. Le second dans l'ordre d'ancienneté est M. Hoffmeyer qui accepte d'être candidat.

Pour ce qui est du second point, l'article 4 du Règlement intérieur du Comité stipule qu'"en cas de cessation prématurée de mandat, le Comité choisit un nouveau président pour la durée du mandat restant à courir". Cela conduirait à fixer le mandat de M. Hoffmeyer jusqu'au 31 mars 1980, mais le respect de cette règle ne serait guère favorable à la continuité des travaux du Comité. Le Président propose donc de prévoir un mandat d'une durée de 13 mois (spécialité d'ailleurs de M. Hoffmeyer, puisque son premier mandat a été de 13 mois) en vue de l'aligner désormais sur l'année civile, qui est déjà retenue par exemple pour la présidence du Comité monétaire.

Le Comité approuve les suggestions faites par le Président et désigne à l'unanimité M. Hoffmeyer comme Président du Comité des Gouverneurs pour la durée de 13 mois jusqu'au 31 décembre 1980.

Le Président remercie ses collègues de leur coopération et spécialement M. de Strycker pour le rôle exceptionnel qu'il a joué, en tant que Président du Comité en 1978/79, dans la mise en place du SME. Il remercie les Suppléants pour la contribution précieuse et irremplaçable qu'ils ont apportée au Comité, sous la Présidence de M. Théron. Il exprime également sa reconnaissance d'une part au secrétariat pour son travail considérable et son rôle caché mais indispensable, d'autre part, aux interprètes pour la très grande qualité de leurs prestations.

M. Hoffmeyer exprime la gratitude du Comité pour l'habileté et la grande fertilité d'esprit avec lesquelles M. Clappier a assuré la présidence du Comité. Au cours de son mandat, les Gouverneurs ont traité d'importants problèmes comme le réexamen du SME, le réalignement des parités ainsi que la politique commune vis-à-vis du dollar.

M. Hoffmeyer souligne combien le Comité regrette de voir partir M. Clappier qui, pendant de longues années, a été extrêmement actif dans le domaine de la coopération internationale et qu'il faut considérer comme un des architectes du Système monétaire européen. Il exprime les meilleurs vœux pour l'avenir de M. Clappier dont l'activité restera liée à la coopération internationale et profite de l'occasion pour remercier M. Théron du travail efficace et extrêmement utile qu'il a accompli en tant que Président des Suppléants.

M. Ortoli souligne le rôle important que M. Clappier a joué dans le cadre de la création et du développement de la Communauté européenne, au début comme collaborateur de M. Schumann et récemment lors de l'institution du système monétaire européen. Il ajoute qu'il est d'autant plus ému par le départ de M. Clappier qu'il s'agit de son premier Directeur sous les ordres duquel il a commencé sa carrière il y a 26 ans.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

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

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

SEPTEMBRE ET OCTOBRE 1979

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Au cours du mois de septembre et durant la première semaine d'octobre, la situation sur les marchés des changes a été essentiellement caractérisée par la persistance de l'incertitude entourant le niveau du taux de change du dollar EU. En dépit d'interventions massives, la monnaie américaine a perdu quelque 4% par rapport aux monnaies du SME et du franc suisse, atteignant ainsi au début d'octobre à l'égard du deutsche mark un niveau voisin du minimum enregistré précédemment en octobre 1978.

Le 8 octobre, les autorités américaines ont adopté une nouvelle série de mesures dans le cadre d'une politique de lutte contre l'inflation et de soutien du dollar: une majoration de 1% du taux d'escompte (déjà relevé de 1/2% en septembre) qui a ainsi été porté au niveau record de 12%; obligation pour les banques de constituer des réserves supplémentaires égales à 8% de l'accroissement de certains engagements dits "gérés"; en outre, les autorités américaines ont annoncé une nouvelle orientation de la politique monétaire accordant une plus grande attention au volume des réserves bancaires et permettant des fluctuations plus larges des taux d'intérêt. Ces mesures qui ont entraîné un relèvement

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

sensible des taux d'intérêt, ont exercé un effet rassurant sur le cours du dollar. Fin octobre, la monnaie américaine s'était redressée par rapport à la plupart des autres monnaies, pour se situer presque au même niveau ou très légèrement en-dessous de celui qu'elle occupait au début de septembre; le dollar s'était même raffermi de 8% par rapport au yen et à la livre sterling. Après ces mesures prises par les autorités américaines, aucune intervention n'a été effectuée pour soutenir le dollar.

Un autre fait saillant de l'évolution des marchés des changes a été l'accentuation des tensions au sein du mécanisme de change européen durant les trois premières semaines de septembre, due en partie aux pressions à la hausse exercées sur le deutsche mark du fait de l'affaiblissement du dollar. Le 23 septembre, les pays participants décidèrent d'opérer un réajustement des cours-pivots et des limites d'intervention. Le deutsche mark fut réévalué de 5% par rapport à la couronne danoise et de 2% à l'égard de toutes les autres monnaies participantes. Après ce réajustement, la situation au sein du système s'est améliorée, même si les tensions n'ont pas immédiatement disparu. A la fin d'octobre, l'écart entre la monnaie la plus forte à l'intérieur de la bande étroite (à l'époque le franc français) et la monnaie la plus faible (le franc belge) avait cependant été ramené à 1,25%.

Le franc belge et la couronne danoise se sont trouvés, l'une comme l'autre, soumis à des pressions jusqu'au 23 septembre et ont été soutenus massivement aux limites d'intervention contre deutsche mark ou à proximité de celles-ci. Après un relèvement de deux points, le 17 septembre, du taux d'escompte danois, qui est passé ainsi à 11%, les pressions ont pratiquement cessé de s'exercer sur la couronne danoise qui, après le réalignement, est devenue la monnaie la plus forte du système, tandis qu'un léger reflux de capitaux se produisait. Plus tard en octobre, l'incertitude qui régnait au sujet de la politique économique du nouveau gouvernement danois a entraîné un nouvel affaiblissement de la couronne. Dans les jours qui ont suivi l'ajustement, des interventions ont été opérées en vue de soutenir le franc belge, qui se trouvait être encore au plancher de la bande. Le 4 octobre, la Belgique a relevé de 1% son taux d'escompte de base pour le porter à 10%, tandis que le taux d'escompte spécial a été relevé de 11 à 12%. Progressivement, le franc belge s'est quelque peu renforcé et, pendant la dernière semaine d'octobre, la Banque Nationale de Belgique a pu acheter de faibles quantités de deutsche marks pour réduire sa dette à l'égard du FECOM.

Le deutsche mark est resté la monnaie la plus forte au sein de la bande étroite du SME pendant les trois premières semaines de septembre. D'importantes interventions en deutsche marks ont été effectuées au cours de cette période contre couronne danoise et franc belge pour soutenir ces monnaies, ainsi que vis-à-vis du franc français. Après la réévaluation du 23 septembre, le deutsche mark s'est affaibli pour occuper une position médiane dans le système puis il s'est redressé vers la fin d'octobre. Au cours de cette période, des rachats de deutsche marks, d'un montant modeste, ont été effectués contre d'autres monnaies du SME, couronnes danoises, francs français et francs belges en particulier. Jusqu'à l'adoption des nouvelles mesures aux Etats-Unis, des interventions massives ont eu lieu en deutsche marks contre dollars EU, sous forme principalement de ventes de deutsche marks par la Réserve Fédérale, tandis que les achats de dollars EU de la Bundesbank ont été d'un montant limité. Aucune intervention de soutien du cours dollar/DM n'a été effectuée ultérieurement en octobre.

En septembre, le cours du franc français avait nécessité d'importantes interventions de la Banque de France, en deutsche marks principalement. Après le réalignement intervenu au sein du SME, la Banque de France a été en mesure de racheter sur le marché la plus grande partie des fonds sortis antérieurement. Durant la dernière semaine d'octobre, le franc français est devenu la monnaie la plus forte des monnaies à marge étroite.

Le florin néerlandais a fluctué dans la partie inférieure de la bande pendant toute la période considérée, devenant parfois, vers la fin d'octobre, la monnaie la plus faible. Jusqu'au 23 septembre, il n'y a eu aucune intervention, mais ultérieurement la Nederlandsche Bank a soutenu de temps à autre le cours de sa monnaie par des interventions modérées.

Le cours de la livre irlandaise a continué d'être régularisé par la Central Bank of Ireland pendant toute la période, au moyen d'interventions dans les deux sens, en livres sterling et en dollars EU.

La lire italiennes s'est affaiblie au cours de la période sous revue, mais sa position dans le système est restée confortable, même si sa prime vis-à-vis de la monnaie la plus faible s'est réduite à nettement moins de 2 1/4%. La Banca d'Italia n'a effectué que de très légères interventions. Par rapport au dollar EU, la lire s'est affaiblie d'environ 2% durant la période considérée.

Dans le même temps, la livre sterling s'est affaiblie de 7 - 8% contre les monnaies du SME et à l'égard du dollar EU. Le taux contre le dollar EU s'est ainsi trouvé ramené au niveau atteint cette année à la mi-juin et la hausse exagérée qui s'était produite à la suite de l'annonce du nouveau budget du gouvernement s'est donc renversée. Les interventions de la Bank of England n'ont fait qu'atténuer les mouvements plus erratiques du cours de la livre. Cette baisse s'est produite à raison d'environ 3% pendant la dernière semaine d'octobre, à la suite de la décision prise par le gouvernement de supprimer immédiatement les contrôles de changes existant encore et de rapports sur un plus grand étalement de la production de pétrole de la Mer du Nord.

Pendant les mois de septembre et d'octobre, seule la couronne danoise a légèrement franchi son seuil de divergence, pour une très courte période, juste après le réajustement du SME du 24 septembre (cf. graphique No 3). Aucune autre monnaie n'a été divergente au cours de la période. Vis-à-vis des monnaies qui ne participent pas au SME, l'Ecu s'est déprécié légèrement vis-à-vis du dollar EU alors que des gains sensibles ont été enregistrés par rapport à la livre sterling et le yen japonais (cf. graphique No 4).

Comme mentionné précédemment, le dollar EU s'est affaibli jusqu'au début d'octobre, mais il s'est ensuite redressé pour se retrouver pratiquement au même niveau que celui qu'il occupait fin août par rapport à la plupart des monnaies. Des opérations substantielles de soutien du dollar ont eu lieu avant l'adoption du programme du 8 octobre. Aucune intervention n'a été effectuée depuis lors. Au contraire, la Banque du Japon et la Bank of England ont cédé des montants considérables de dollars EU durant la seconde quinzaine d'octobre.

Le dollar canadien est resté assez stable en septembre mais, il a subi une forte pression à la baisse en octobre et au début de novembre du fait que des taux d'intérêt à court terme pratiqués aux Etats-Unis ont continué de dépasser ceux du Canada et par suite de l'apparition dans ce pays de nouveaux indices d'une évolution défavorable de la situation des paiements courants et de l'accélération du taux d'inflation. Le taux d'escompte, relevé à trois reprises (1/2% le 10 septembre, 3/4% le 9 octobre et 1% le 25 octobre), est ainsi passé de 11 3/4 à 14%.

Le yen japonais a fléchi d'environ 8% sur l'ensemble de la période par rapport au dollar EU, malgré des interventions massives de la Banque du Japon. Cette évolution s'explique par les relèvements des prix du pétrole et par des sorties de capitaux provoquées, entre autres, par le niveau relativement faible des taux d'intérêt.

A la fin de la période considérée, le franc suisse s'est retrouvé pratiquement au même niveau à l'égard du dollar EU après que son cours de change eut enregistré d'assez amples fluctuations. La Banque Nationale Suisse a acquis des montants considérables de dollars EU en septembre et durant les premiers jours d'octobre.

En septembre, la couronne suédoise s'est ressentie dans une certaine mesure des troubles monétaires. Les interventions de la Sveriges Riksbank - sous forme de ventes de dollars et, dans une faible mesure, de deutsche marks - ont surtout continué de refléter le déficit de la balance des paiements courants. En octobre, elle n'a dû effectuer que de faibles interventions dans les deux sens et s'est trouvée en fin de compte légèrement vendeuse nette. Le 27 septembre, les autorités ont relevé de 1% le taux d'escompte, qui a ainsi été porté à 8%. Au cours des deux mois, la couronne suédoise s'est affaiblie de 1% par rapport au dollar EU, mais son taux de change effectif est resté stable.

La couronne norvégienne s'est échangée dans des conditions calmes, et son niveau à l'égard du dollar EU n'a pratiquement pas varié de la fin d'août à la fin d'octobre.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les interventions en dollars des banques centrales participant à la concertation ont été d'importance et de sens variés.

En septembre, elles se sont soldées par un achat global net de 3,4 milliards de dollars. On peut rapprocher ce chiffre de l'équivalent des ventes de DM effectuées contre dollars par la Federal Reserve Bank of New York, les interventions à la vente et à l'achat des autres banques centrales se compensant pratiquement. Parmi ces dernières, il faut souligner les achats de la Banque Nationale Suisse, d'une part, les ventes de la Banque du Japon et de quatre banques centrales européennes, d'autre part.

En octobre, en revanche, le solde global traduit une vente nette de 3,1 milliards de dollars qui résulte essentiellement, d'une part des ventes considérables de la Banque du Japon et dans une mesure moindre de la Bank of England, d'autre part d'achats, d'ampleur moins élevée, effectués par la Banque de France, la Banque Nationale Suisse et, tout au début d'octobre, par la Federal Reserve Bank of New York.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

En septembre, les interventions en monnaies du SME ont atteint l'équivalent de \$2,9 milliards, contre \$0,3 milliard seulement en août et \$1,0 milliard en juillet. Elles ont été dues essentiellement à des ventes effectuées avant le réaligement du 23 septembre: deutsche marks contre francs belges et francs français à l'intérieur des marges, contre couronnes danoises pratiquement aux points d'intervention seulement. Pendant la dernière semaine de septembre, la couronne danoise étant la monnaie la plus forte dans la bande étroite, il a fallu vendre de légers montants de cette monnaie contre francs belges aux limites. La Central Bank of Ireland a été vendeuse nette de livres sterling pour un montant équivalent à \$0,2 milliard. La Federal Reserve Bank of New York a vendu des deutsche marks pour l'équivalent de \$3,4 milliards et des francs suisses pour un montant très faible.

En octobre, l'importance des interventions en monnaies du SME a été bien moindre (\$0,3 milliard en chiffres nets). Ces interventions ont consisté essentiellement en rachats de deutsche marks par la Banque de France, la Danmarks Nationalbank et la Banque Nationale de Belgique. Il a encore fallu vendre des couronnes danoises aux limites, pour un léger montant, contre francs belges, pendant la première partie du mois. Les interventions de la Federal Reserve Bank of New York ne se sont élevées qu'à \$0,3 milliard en deutsche marks. La Central Bank of Ireland a vendu des livres sterling pour l'équivalent de \$0,1 milliard (montant net) en octobre.

* * *

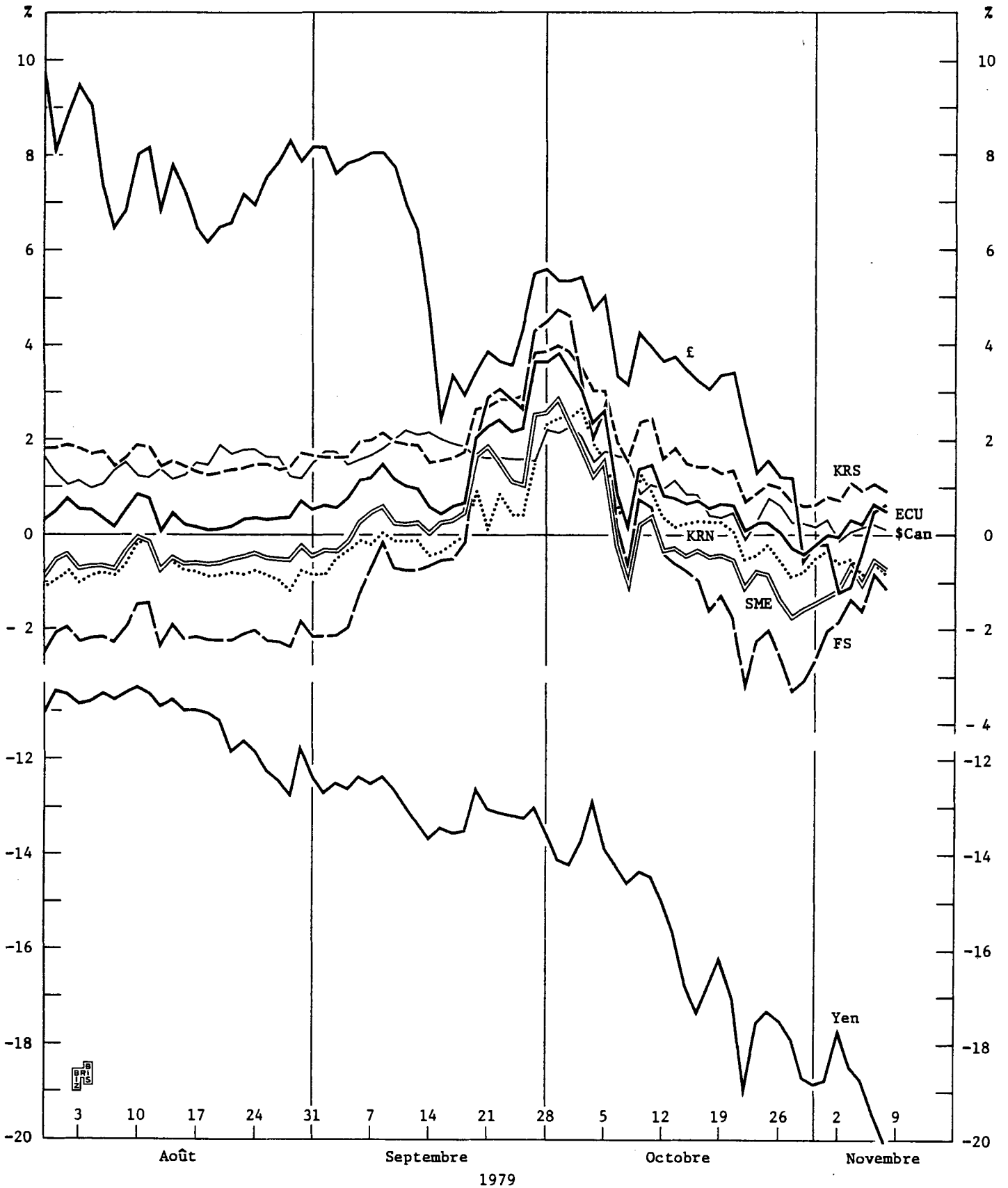
Au cours de la première partie de novembre, le dollar a fléchi de quelque 0,5% en moyenne par rapport aux monnaies du SME et d'environ 1,0% à l'égard du franc suisse. Cet affaiblissement traduit notamment le relèvement des taux d'intérêt en Europe et l'abaissement de l'intérêt négatif appliqué

en Suisse aux dépôts des non-résidents. D'autre part, le yen japonais a encore perdu environ 1,8% par rapport au dollar EU, malgré les interventions massives de la Banque du Japon. Cette diminution s'explique essentiellement par l'évolution de la situation en Iran et ses répercussions escomptées sur les livraisons de pétrole. La couronne danoise a continué d'être soutenue par la Danmarks Nationalbank sous forme d'interventions modestes en dollars destinées à lisser les fluctuations erratiques engendrées, sur un marché étroit, par l'incertitude régnant au sujet de la politique future du nouveau gouvernement.

Le niveau international des taux d'intérêt a continué son mouvement à la hausse. Plusieurs banques centrales participantes ont relevé leur taux d'escompte: le 1er novembre, la Deutsche Bundesbank a augmenté son taux d'escompte de 1%, le portant à 6%. Le même jour, la Nederlandsche Bank a porté le sien à 8,5% (+1/2%) et celui de ses avances sur titres à 9,5% (+1%). Le 2 novembre, la Banque du Japon a relevé son taux d'escompte de 1%, le portant à 6,25%. Enfin, le 5 novembre, la Banque Nationale Suisse a majoré de 1 point son taux d'escompte, qui a ainsi été porté à 2%. Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt ont continué d'augmenter sur le marché, le taux de base passant à 15,5%.

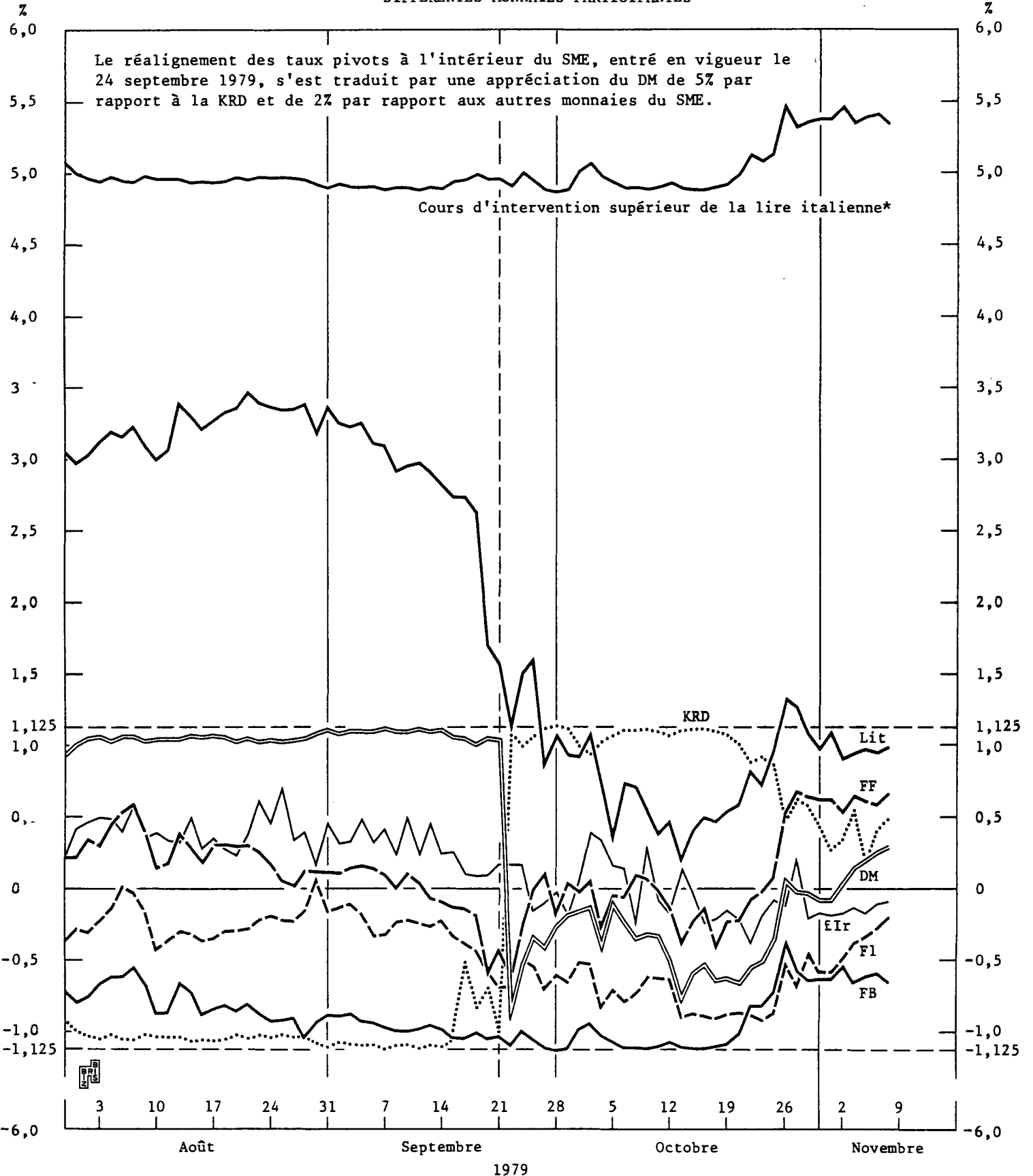
Seule la Banque du Japon a effectué des interventions substantielles en vendant plus de \$1 milliard. Les autres interventions n'ont porté que sur de faibles montants et aucune n'a été pratiquée en monnaies du SME.

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



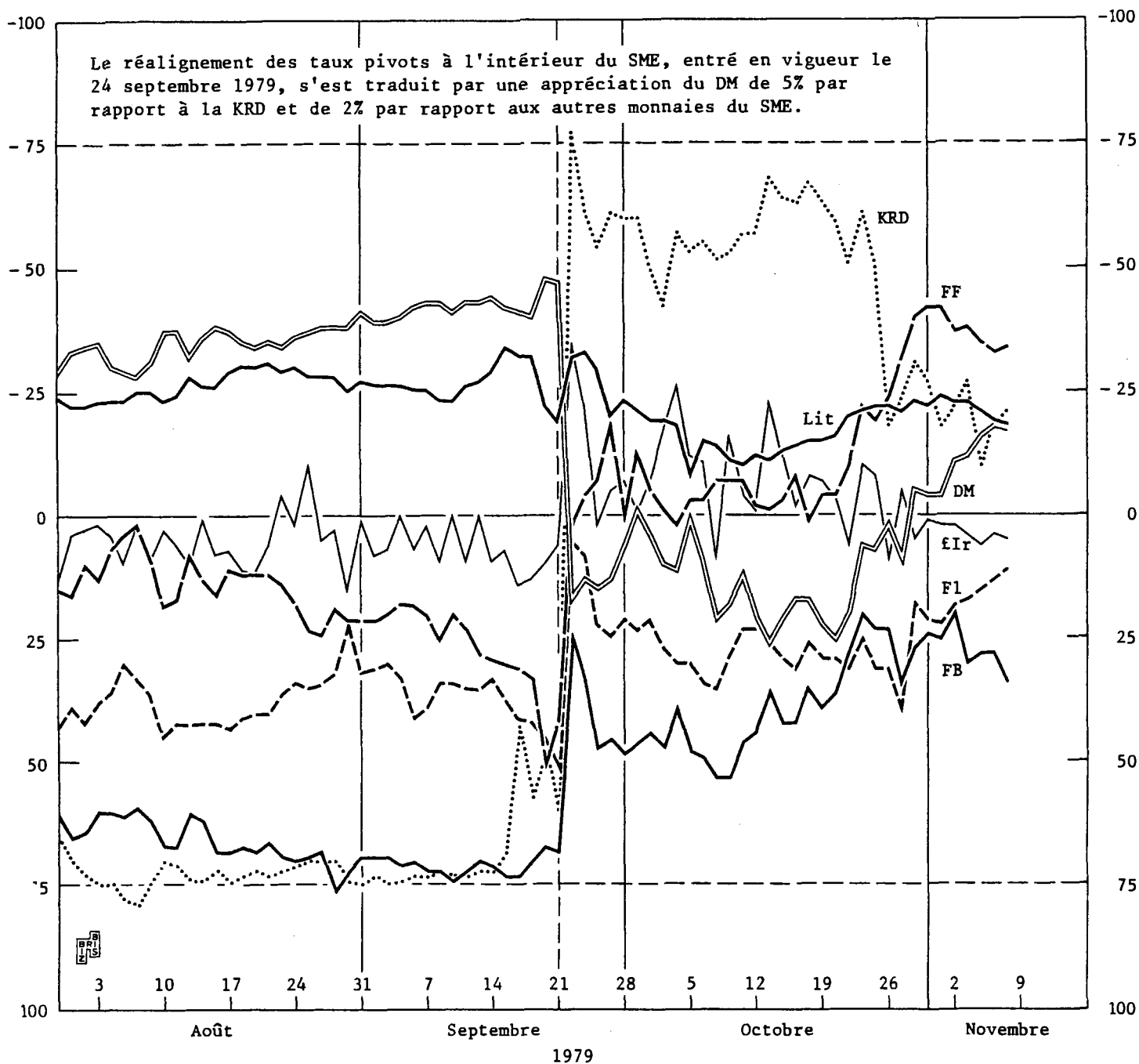
*ECU 1,37773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;
 £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

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



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

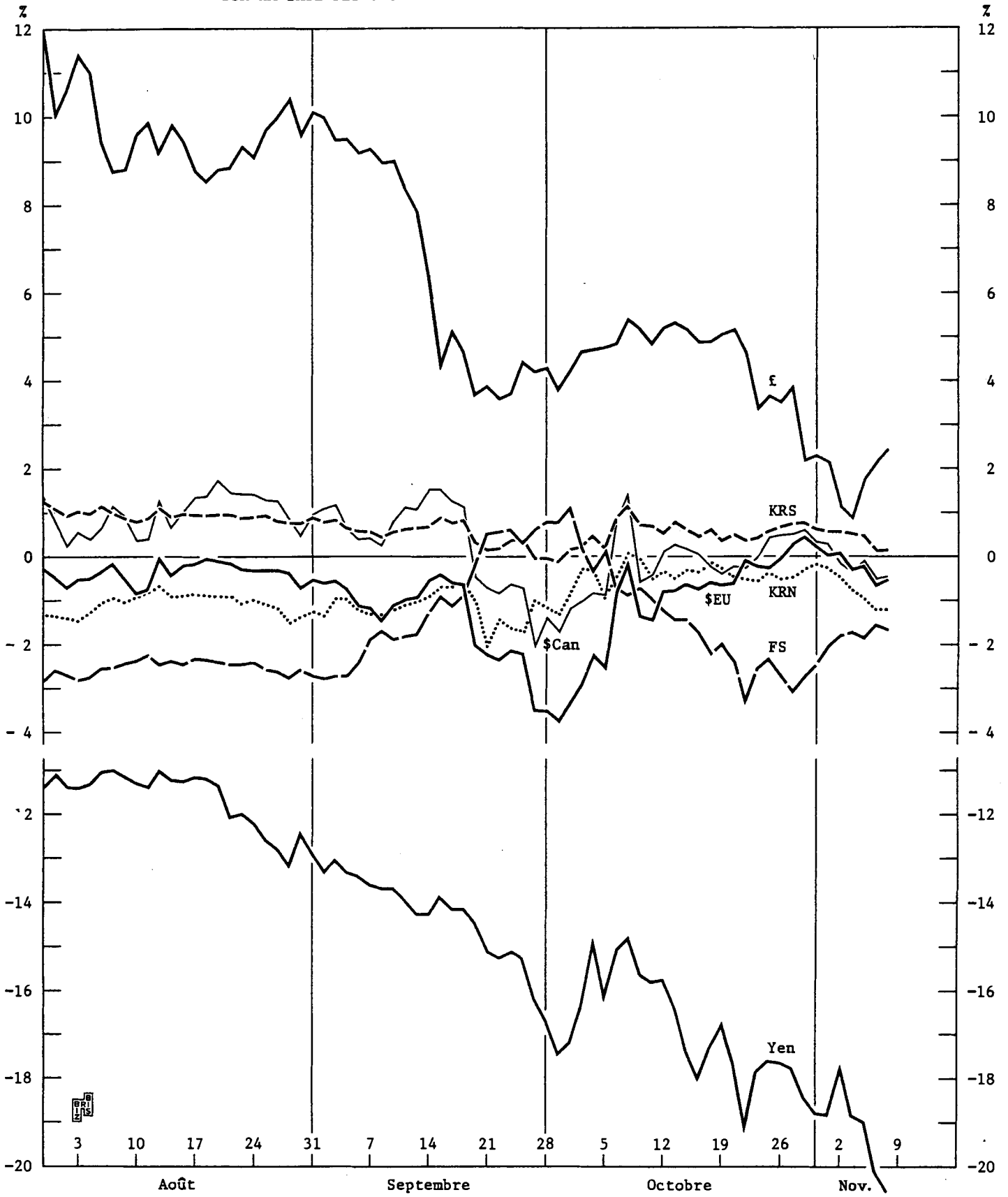
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



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

8 novembre 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*



1979

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

8 novembre 1979/MED