

PROCES-VERBAL ¹⁾

DE LA CENT-QUARANTIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 DECEMBRE 1979 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. Emminger, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par M. Lefort; 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, de Beaufort Wijnholds et de Boer; le Directeur à la Bank of England, M. McMahon, accompagné par M. Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Padoa-Schioppa, Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; les Présidents des groupes d'experts, MM. Heyvaert et Bastiaanse. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.²⁾

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. de la Genière, successeur de M. Clappier en tant que Gouverneur de la Banque de France. Il souligne que tous les Gouverneurs connaissent M. de la Genière comme homme qui, en tant que membre du Conseil de direction de l'ancienne Union Européenne des Paiements, et plus récemment en sa qualité de membre du Comité monétaire des Communautés européennes, a déjà joué un rôle dans le processus d'intégration européenne. Comme ancien

-
- 1) Texte définitif, approuvé lors de la séance du 12 février 1980 et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.
 - 2) Participe, en outre, pour la discussion du point VI, 1. de l'ordre du jour M. Scott Pardee, Senior Vice President de la Federal Reserve Bank of New York.

Sous-Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière connaît parfaitement tous les aspects des affaires de banque centrale et, grâce à son expérience acquise en tant que Directeur du Budget, il est également expert en matière de politique budgétaire, domaine qui est étroitement lié à celui de la politique monétaire. Les Gouverneurs se réjouissent d'accueillir, en la personne de M. de la Genière, un collègue dont l'expérience et les antécédents ne peuvent que présager une contribution active aux travaux du Comité.

I. Approbation du procès-verbal de la 139e séance

M. Schleiminger prie le Comité de bien vouloir excuser la diffusion tardive, et dans une version non relue, du projet de procès-verbal; le retard a été dû à la concentration de travail, notamment en liaison avec les réunions des groupes d'experts "Bastiaanse" et "Heyvaert". Une version corrigée a été remise aux Gouverneurs et Suppléants à Bâle. Afin de permettre à tous les participants de donner, si possible par écrit, leurs remarques sur le projet de procès-verbal, il est suggéré de reporter l'adoption de celui-ci à la prochaine séance, en janvier.

Le Comité approuve la suggestion de M. Schleiminger.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de novembre et des premiers jours de décembre 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 est adopté par le Comité, sous réserve de la correction d'une erreur dans la version anglaise de ce rapport.

B. Examen du fonctionnement de la concertation intracommunautaire

Le Président présente quelques commentaires sur la dévaluation récente de la couronne danoise qui a constitué une partie du programme d'assainissement établi par le gouvernement danois. Ce programme, qui n'est pas encore approuvé

par le Parlement, vise, en outre, une réduction des revenus en termes réels; à cette fin, il est proposé:

- d'éliminer de l'indice des prix régissant les ajustements des salaires, les effets de la dévaluation de la couronne ainsi que, à partir du 1er janvier 1979, les effets de la hausse des prix des produits pétroliers;
- de suspendre l'indexation automatique des salaires pour la plus grande partie de l'année 1980.

En ce qui concerne la procédure suivie pour la dévaluation de la couronne, M. Hoffmeyer indique que des contacts ont été pris, le mardi 27 novembre, avec les autres banques centrales, en vue de connaître leurs avis, tant sur la question de fond que sur la nécessité d'une réunion ministérielle. Grâce à la rapidité des réponses, la dévaluation a pu être mise en oeuvre le vendredi 30 novembre sans qu'il y ait eu préalablement une réaction du marché. Du point de vue technique, cette procédure a été donc couronnée de succès, mais la Danmarks Nationalbank a indiqué clairement au gouvernement danois que ni la procédure suivie le 30 novembre, ni la fréquence des dévaluations de la couronne (l'avant-dernière dévaluation ne remonte qu'à septembre), ne devraient être retenues à l'avenir.

M. de Strycker pose les deux questions suivantes:

- Est-ce qu'au Danemark on ne pense pas que l'indice des prix doit refléter fidèlement l'évolution moyenne des prix? Quelle est encore la signification d'un indice apuré de la manière décrite par le Président?
- Par quelle méthode peut-on éliminer les effets de la dévaluation de la couronne sur l'évolution de l'indice?

Le Président indique qu'il y a deux indices différents au Danemark: l'un reflète l'évolution du coût de la vie, l'autre qui sert de base pour l'ajustement des salaires, est apuré déjà depuis longtemps des augmentations des impôts indirects et désormais des effets de la hausse des prix des produits pétroliers et de ceux de la dévaluation de la couronne danoise. Ces derniers effets sont éliminés en ne tenant pas compte de l'évolution des prix entre la fin novembre 1979 et le 1er janvier 1980.

M. Ortolí fait remarquer que l'approche envisagée par le gouvernement danois correspond bien aux recommandations faites par la Commission de lutter contre l'abus des mécanismes d'indexation et notamment d'en exclure les prix énergétiques. En ce qui concerne la procédure qui a été appliquée

lors de la dévaluation de la couronne, s'il est heureux que des consultations aient eu lieu entre les banques centrales, il est regrettable que la Commission ait été consultée tardivement. En effet, la Commission est responsable de la gestion du système agromonétaire et les réalignements ne restent pas sans conséquence sur ce système (notamment les montants compensatoires). Les procédures suivies pour les réalignements devraient donc être réexaminées.

M. de Strycker comprend qu'il existe au Danemark deux indices des prix, l'un qui exprime l'évolution réelle du coût de la vie, tandis que l'autre est manipulé en vue d'éviter que les salaires soient ajustés entièrement en fonction des hausses. Dans certains Etats membres, notamment en Belgique, une telle manipulation en déformation serait impossible et inacceptable, même si elle peut paraître utile et attrayante dans le cadre de la lutte contre l'inflation.

Le Président indique que le Danemark connaît depuis longtemps l'existence de deux indices (l'un incluant et l'autre excluant les taxes indirectes); l'acceptation d'une telle situation est une question politique; le Parlement est saisi actuellement d'un projet portant sur l'établissement du nouvel indice. Le Président se déclare prêt à établir une courte note sur la pratique danoise à l'intention des membres du Comité.

M. Murray signale que l'Irlande connaît également deux indices, à savoir "l'indice vrai" et un second qui est apuré des effets qu'exercent les changements dans la taxation indirecte et dans les subventions sur les prix. Ce dernier indice est cependant tombé en désuétude.

M. McMahon indique que le degré d'indexation est faible au Royaume-Uni. Néanmoins, il signale que le gouvernement britannique vient d'introduire un nouvel indice qui est ajusté, non seulement en fonction des variations des impôts indirects mais aussi des changements des impôts directs. Cet indice est établi en vue des négociations salariales, mais jusqu'à présent il n'a joué aucun rôle.

III. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE et de leur coordination sur la base du Rapport No 15 établi par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse

A. Exposé de M. Bastiaanse

M. Bastiaanse attire l'attention du Comité sur deux éléments caractéristiques du Rapport No 15:

- Par analogie avec la pratique de l'OCDE, les thèmes principaux du Rapport No 15 ont été regroupés dans une note séparée ("Main issues paper") qui expose notamment les problèmes auxquels doivent et devront peut-être faire face les politiques monétaires en 1980.
- Pour la première fois, le rapport a considéré de plus près les opérations des banques centrales et leurs effets sur la base monétaire et la liquidité bancaire.

En ce qui concerne les thèmes principaux, il semble y avoir un large consensus sur la nécessité de freiner l'accélération de l'inflation puisqu'il est reconnu à l'unanimité qu'une stabilité relative des prix constitue une condition préalable à toute croissance économique soutenue à moyen terme. Dans cette optique, le groupe a estimé qu'il est souhaitable de maintenir une orientation ferme de la politique monétaire. D'une part, une "sur-réaction" de la politique monétaire à la menace d'une recrudescence de l'inflation serait contre-indiquée, compte tenu du ralentissement de la croissance réelle envisagé dans la plupart des pays pour 1980; d'autre part, une orientation monétaire laxiste visant à stimuler la croissance et l'emploi en 1980 paraîtrait téméraire compte tenu de l'accélération récente et attendue de l'inflation. En bref, les circonstances actuelles confirment qu'il est souhaitable de maintenir une orientation de politique monétaire à moyen terme qui soit axée sur la lutte contre l'inflation.

Un bon exemple de la mise en pratique d'une telle attitude peut être trouvé dans la décision prise par les autorités britanniques de proroger la zone-cible de 7 à 11% jusqu'à octobre 1980, décision qui montre la résolution des autorités de ne pas capituler devant l'accélération de l'inflation même en présence de la perspective d'une forte récession. Un autre exemple est l'annonce faite par la Deutsche Bundesbank d'assigner à la croissance de la monnaie de banque centrale en 1980 un objectif compris entre 5 et 8%.

Le groupe pense cependant que le dosage entre les politiques budgétaire et des revenus d'une part, et la politique monétaire d'autre part n'est pas optimal. Une telle appréciation demeure vraie, même si l'on tient compte d'une part de l'annonce faite récemment par les autorités danoises d'un programme d'assainissement en matière de revenus, d'autre part que la situation budgétaire en Allemagne et en France semble meilleure que celle de plusieurs autres pays. La difficulté de réduire les dépenses publiques est généralement reconnue mais, si les autorités monétaires maintiennent

leurs objectifs monétaires, une augmentation du déficit public se traduira, ceteris paribus, nécessairement par une hausse des taux d'intérêt. Dans une telle situation, il faut se demander lequel des deux effets suivants serait le plus néfaste pour la croissance de l'économie: l'effet des taux d'intérêt élevés sur l'investissement du secteur privé ou celui d'une réduction des dépenses publiques.

En ce qui concerne le système monétaire européen, le groupe a constaté que ce système a représenté un instrument utile pour la coordination des politiques monétaires. A la lumière de l'expérience et sur la base des prévisions disponibles pour l'évolution des facteurs économiques, les experts pensent cependant que la persistance de différences dans les résultats économiques et les perceptions souvent différentes que les marchés font des situations économiques fondamentales dans les Etats membres, pourraient compromettre le bon fonctionnement du SME. Selon l'avis de certains experts, cette situation rendra nécessaire d'effectuer des ajustements de taux de change avec promptitude mais sans brusquerie. En effet, ces experts soutiennent que les pays ayant des monnaies faibles ne peuvent pas, pour parvenir à la stabilité sur le plan externe, s'en remettre exclusivement à des mesures monétaires. De même, on ne peut contraindre un pays dont la monnaie est fondamentalement forte à s'écarter de son objectif monétaire intermédiaire et à compromettre ainsi la réalisation de son objectif de prix. D'autres experts, en revanche, ont fait valoir que la hausse des taux d'intérêt aurait été moins forte si le dosage entre les politiques budgétaire et monétaire avait été plus équilibré. En outre, ils ont souligné la nécessité de recourir davantage aux consultations préalables et d'accorder une attention accrue au choix des instruments ainsi qu'à leurs modalités d'application.

Depuis la mise au point du rapport, la tendance à la hausse des taux d'intérêt s'est poursuivie, par exemple aux Pays-Bas et en Italie. Cette situation soulève des questions de principe et de tactique, mais aussi le problème du choix des scénarios possibles; par exemple, on peut se demander quand et dans quelles conditions les tendances en matière de taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis et en Allemagne enregistreront un renversement. Cette dernière question pourrait également être discutée par les Gouverneurs en plus des trois thèmes principaux traités dans le "Main issues paper".

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Bastiaanse pour son exposé et pour le rapport du groupe, les deux représentant une excellente base pour une discussion fructueuse des Gouverneurs. Passant en revue l'année 1979, on peut constater avec satisfaction que les Gouverneurs ont eu des débats très francs sur trois sujets importants, à savoir:

- les politiques d'intervention en dollars EU,
- le danger d'une surréaction ou d'une orientation trop laxiste de la politique monétaire,
- le risque d'une escalade des taux d'intérêt à l'intérieur et à l'extérieur de la Communauté.

En ce qui concerne les problèmes susceptibles d'apparaître en 1980, le rapport du groupe établit une dichotomie entre les efforts - prioritaires selon certains - pour réduire les différences dans les résultats économiques, différences qui tendent à persister ou même à s'accroître, et les efforts nécessaires pour améliorer la coopération monétaire. L'établissement d'une telle distinction est cependant contestable, car l'amélioration de la coopération monétaire reste nécessaire en dépit des différences dans l'évolution des facteurs fondamentaux.

M. de Strycker remercie M. Bastiaanse et son groupe du rapport extrêmement intéressant qui est très proche de la réalité et, à ce titre en particulier, supérieur à des rapports antérieurs qui avaient parfois le défaut d'être trop théorique. La constatation faite par les experts que la politique monétaire est un peu trop mise à contribution pour essayer de corriger les insuffisances des autres politiques est probablement exacte mais elle n'est pas de nature exceptionnelle. En effet, de façon générale, la politique monétaire a précisément pour objet de corriger constamment les distorsions dans l'évolution économique et financière qui n'assure pas, de manière spontanée, l'équilibre de l'économie. Cela n'exclut pas cependant l'utilité, voire la nécessité, de prendre des mesures correctives dans d'autres domaines, en particulier dans celui des finances publiques.

Les divergences de vues entre les experts sur le rôle de la politique monétaire dans le maintien de l'équilibre externe sont frappantes et regrettables; il semble que certaines banques centrales croient que la

détermination des taux de change devrait être laissée au jugement du marché, à savoir dévaluer ou réévaluer lorsque le marché estime qu'une monnaie est surévaluée ou sous-évaluée. Une telle conception va cependant à l'encontre de l'objectif fondamental de stabilité des taux de change qui est poursuivi par le SME et met en doute les attitudes adoptées par d'autres banques centrales à l'égard des pressions exercées par les marchés.

M. Emminger partage l'opinion exprimée par le Président qu'il faudrait, à tout moment, chercher à réaliser la meilleure coopération possible. Se référant à la remarque faite par M. de Strycker, il souligne que la stabilité des taux de change n'est pas le seul but du SME; ce dernier vise également à une meilleure stabilité à l'intérieur, comme il est stipulé dans la Résolution du Conseil du 5 décembre 1978. Les autorités allemandes sont d'avis que la stabilité durable des taux de change ne peut être obtenue que par une plus grande convergence des résultats économiques. Cet avis est par ailleurs en harmonie avec les dispositions des nouveaux statuts du FMI.

La question de savoir dans quelle mesure il faudrait tenir compte des sentiments du marché a été longuement discutée en septembre; si on ne doit pas s'incliner devant des pressions éphémères de caractère spéculatif, la persistance de pressions pendant un certain temps devrait conduire à un réexamen des facteurs fondamentaux. Par ailleurs, la surréaction des marchés ("overshooting") qu'on considère en général comme un des inconvénients majeurs du régime de taux flottants, a au moins une conséquence favorable en ce sens qu'elle force les autorités du pays concerné à ajuster leur politique interne.

M. de la Genière n'estime pas utile de trop s'attacher aux écoles et aux théories; les Gouverneurs sont plutôt appelés à faire fonctionner le système monétaire européen et à assurer une convergence aussi grande que possible des économies dans les mois à venir. Cette convergence doit être conçue dans le sens d'une réduction des taux d'inflation excessifs même s'il existe certains obstacles à cet objectif, étant donné les préoccupations en matière de développement à terme des économies et de maintien du plein emploi. Pour aller dans ce sens et tout en reconnaissant que les taux de change doivent refléter à moyen terme l'évolution des facteurs fondamentaux, une certaine stabilisation des cours de change est nécessaire. En effet, les fluctuations de ces cours contribuent par elles-mêmes à l'inflation

interne, vu l'absence d'un ajustement interne spontané à ces fluctuations. Pour cette raison, la politique de change dans un pays comme la France, doit être orientée de façon à contribuer à la lutte contre l'inflation, étant entendu qu'il n'est pas possible de défendre un cours de change s'il y a des divergences importantes entre les pays.

La stabilité des taux de change ne peut toutefois être obtenue d'emblée et c'est pourquoi le SME prévoit des ajustements souples des taux centraux. En revanche, une fréquence trop forte de tels ajustements pourrait remettre en cause la crédibilité du système.

Au cours des derniers mois, les politiques de taux d'intérêt ont fait l'objet de vues divergentes entre les banques centrales de la CEE. Chacune d'elles est évidemment convaincue qu'elle agit comme il se doit, mais il faut se rendre compte que la politique monétaire de chaque pays de la CEE a une incidence directe sur les taux de change et ainsi sur la politique monétaire dans les autres pays. Cette situation distingue les pays communautaires par exemple des Etats-Unis où l'influence des facteurs externes sur les politiques internes est très limitée, et il faudrait donc renforcer, dans les mois à venir, la compréhension mutuelle, entre les banques centrales de la CEE, des incidences extérieures qu'exercent les mesures monétaires internes, et pas seulement celles relatives aux taux d'intérêt. Sans un tel effort, il serait difficile d'aboutir à une stabilité des taux de change à l'intérieur du SME.

M. Ciampi comprend que le rapport du groupe d'experts qui est une oeuvre excellente, recommande une politique monétaire restrictive pour 1980. Les décisions prises récemment par les autorités italiennes en matière de politique monétaire font preuve de la détermination de lutter contre l'inflation. Il est espéré notamment que la hausse des taux d'intérêt entraînera une stabilisation du taux de change de la lire italienne et évitera ainsi que les pressions inflationnistes d'ordre interne ne soient encore accentuées par des facteurs de nature externe.

Dans un pays comme l'Italie où les entreprises sont fortement endettées, une politique monétaire restrictive est cependant très coûteuse en termes de croissance réelle, en particulier si elle n'est pas soutenue par une politique budgétaire cohérente. Il conviendrait donc d'éviter en 1980 de surcharger la politique monétaire avec la tâche de l'ajustement de l'économie en réponse à des chocs externes éventuels résultant d'une nouvelle hausse des prix pétroliers. L'expérience a par ailleurs montré qu'à la suite

des périodes d'une politique monétaire restrictive, la masse monétaire s'est accrue d'une manière excessive et elle milite donc en faveur d'une croissance des agrégats monétaires à un rythme plus régulier.

Il est vrai que la divergence croissante entre les pays de la CEE en matière de résultats économiques et le dosage très souvent déséquilibré entre les politiques monétaire et budgétaire sont de nature à compromettre la coordination ex ante des politiques monétaires nationales des pays de la CEE. En revanche, il faut se rendre compte du fait que si les flux de capitaux vers les pays à monnaie ferme résultant d'une diversification des réserves monétaires étaient combattus dans ces pays par une politique monétaire restrictive, il se produirait inévitablement une accentuation des tensions à l'intérieur du SME. De ce fait, il conviendrait de s'efforcer d'arriver à une coordination ex ante aussi étroite que possible des politiques monétaires internes en vue d'éviter des fluctuations exagérées des cours de change.

M. Ortoli reconnaît que la coordination des politiques monétaires internes est une tâche très difficile, mais le fait que les Gouverneurs en discutent depuis un certain temps avec régularité représente déjà un pas en avant qui devrait cependant être suivi d'autres progrès.

Cette question pourra être reprise lors de la discussion que les Gouverneurs auront sur les propositions faites par la Commission sur la coordination des politiques économiques qui devrait également porter sur les possibilités d'améliorer la cohérence entre l'orientation des politiques monétaires et les grandes décisions concernant les autres politiques, notamment la politique budgétaire (ce problème a déjà été souligné par M. Bastiaanse). En tout état de cause, il importe que tous les efforts soient dominés par la lutte contre l'inflation qui reste l'élément central de la situation actuelle.

M. Zijlstra pense que la coordination des différentes politiques sur le plan national et international constitue un domaine très vaste et complexe. Sans sous-estimer l'impact des différences dans le niveau et l'évolution des salaires et de la productivité, il appartient aux banques centrales de se concentrer sur des questions plus proches de leurs responsabilités et de leurs préoccupations immédiates, comme l'ampleur des besoins de financement des pouvoirs publics par rapport au produit national brut. Les statistiques soumises par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse font ressortir des différences profondes entre les

pays de la CEE, qui compromettent la coordination des politiques monétaires à l'intérieur de la CEE. En effet, il est extrêmement difficile, voire impossible, de neutraliser les effets expansionnistes d'un énorme déficit des pouvoirs publics sur la liquidité de l'économie. Dans le cas des Pays-Bas, la banque centrale considère que le déficit actuel est trop élevé; sa réduction d'environ 1% du PNB:

- éliminerait la nécessité de financer une partie par des ressources monétaires,
- améliorerait la balance des paiements courants,
- permettrait de détendre la situation du marché monétaire dont le resserrement actuel s'explique par le souci de maintenir le florin au cours de change souhaité.

Toutefois, dès que la position du florin aura été suffisamment consolidée, les autorités monétaires néerlandaises envisagent un relâchement de leur politique de marché monétaire. En effet, les taux à court terme sont jugés trop élevés; ils sont maintenant supérieurs aux taux du marché des capitaux (qui n'ont pas augmenté sensiblement), alors qu'une relation inverse est normale.

Aussi longtemps que cette consolidation n'est pas assurée, la Nederlandsche Bank maintiendra sa politique actuelle. En effet, dans les conditions présentes, il n'est guère possible d'améliorer la performance de l'économie par une dévaluation de la monnaie. Par exemple, aux Pays-Bas, le gouvernement a pris l'engagement de maintenir inchangé le niveau réel des revenus disponibles. Dans ces conditions, le taux de change n'est plus un instrument de la politique économique et la banque centrale doit faire savoir clairement que sa politique de taux d'intérêt élevés est une conséquence inévitable de tels engagements.

M. McMahon admet qu'à long terme, les taux de change doivent refléter l'évolution des facteurs fondamentaux, mais l'application rigoureuse de ce principe remettrait en cause la raison d'être du SME comme instrument destiné à promouvoir la convergence des résultats économiques des pays participants. Il semble également douteux que les marchés soient en mesure de trouver spontanément les taux de change qui reflètent correctement les performances économiques. De surcroît, le taux de change pourrait être utilisé, en principe, comme un instrument destiné à influencer sur les attentes des agents économiques. L'application commune de cette dernière approche, qui

serait analogue à celle de fixer des objectifs quantitatifs en matière de croissance de la masse monétaire, revêt peut-être encore un caractère utopique, mais rien ne permet d'exclure le principe de cette possibilité.

En ce qui concerne l'équilibre entre les politiques monétaires et budgétaires, M. McMahon indique qu'on discute actuellement, au Royaume-Uni, la question de savoir si, dans l'attente d'une récession qui entraînera une augmentation spontanée du déficit budgétaire, et tout en respectant l'engagement pris en matière de croissance monétaire, il conviendrait d'adhérer au déficit initialement prévu ou, au contraire, d'ajuster celui-ci en fonction de l'état conjoncturel. La mise en pratique de la première option n'impliquerait aucune hausse supplémentaire des taux d'intérêt, mais elle tendrait à accentuer les tendances déflationnistes. En faveur de la seconde option, on a avancé l'argument que le déficit ajusté des finances publiques s'accompagne d'un surplus plus élevé du secteur privé; en conséquence, la demande de crédit de ce secteur s'affaiblirait si bien que la hausse des taux d'intérêt serait freinée.

M. de Strycker rappelle que, lors de l'instauration du SME, les Etats membres de la CEE ont pris l'engagement de concourir à la convergence des politiques et des résultats économiques, mais en pratique cette notion est difficile à définir. S'agit-il de la convergence dans le domaine:

- des taux d'inflation?
- des besoins d'emprunt du secteur public?
- des estimations conjoncturelles?
- du niveau et de l'évolution des salaires et de la productivité?

L'expérience montre qu'aucun de ces critères ne peut être considéré comme décisif pour l'équilibre des taux de change entre les monnaies participant du SME. Est-ce que cela veut dire qu'il faut réaliser la convergence dans tous ces domaines pour obtenir la stabilité des cours de change? Ou faut-il changer ces taux chaque fois qu'il existe des divergences dans un seul de ces domaines? Le résultat serait l'instabilité complète des taux de change, qui serait peu compatible avec le but du SME. En effet, ce système exige qu'on donne une priorité à la stabilité des taux de change qui devrait être maintenue par tous les moyens, en vue de promouvoir ainsi la stabilité interne.

Il convient donc de ne pas céder à la tentation d'ajuster les taux de change en fonction de tel ou tel élément important, mais pas exclusif.

M. Zijlstra souligne le rôle important que joue l'ampleur des déficits publics et le mode de leur financement pour l'efficacité de la politique monétaire. Ce point devrait être approfondi par les Gouverneurs.

Au sujet de la question posée par M. McMahon, M. Zijlstra pense qu'en principe une augmentation du déficit public due à des facteurs cycliques ne devrait pas être corrigée par un relèvement des impôts ou une réduction des dépenses publiques. Toutefois, il ne faut pas prendre en considération le niveau initialement prévu du déficit, mais plutôt le niveau "normal", à savoir celui qui peut être financé à moyen terme par l'épargne réelle nationale. Si le niveau initialement prévu est identique au niveau "normal", on peut se montrer accommodant à l'égard d'une détérioration des finances publiques liée à des raisons cycliques.

Le Président clôture la discussion en constatant l'accord des Gouverneurs sur la nécessité d'une coopération monétaire étroite et exprime à M. Bastiaanse l'appréciation des Gouverneurs à l'endroit du rapport très intéressant que le groupe d'experts a établi.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Extension des procédures de concertation à la Federal Reserve Bank of New York

Le Président rappelle que, lors de la séance de juillet, le Comité était convenu de reporter la décision sur le raccordement de la "Federal" jusqu'au moment où celle-ci confirmerait sa demande et expliquerait dans quel esprit elle souhaiterait être associée à la concertation. Il ajoute qu'il vient d'avoir à Bâle des conversations avec M. Volcker, ancien Président de la "Federal" et maintenant Président du Board, et M. Scott Pardee, Senior Vice-President de la "Federal". Ces entretiens ont fait ressortir que les autorités monétaires américaines estiment qu'une participation directe de la "Federal" aux concertations du jeudi soir serait dans l'intérêt tant des Etats-Unis que des pays européens. Cette déclaration devrait répondre à certaines préoccupations formulées en juillet et il est donc proposé d'inviter la "Federal" à entreprendre les démarches nécessaires pour le raccordement à la concertation du jeudi soir.

M. de Strycker rappelle qu'il a été envisagé à l'époque d'inviter M. Volcker à une séance du Comité pour lui permettre d'expliquer aux

Gouverneurs comment la "Federal" envisage de contribuer à une meilleure coopération monétaire entre les Etats-Unis et les pays européens. Même si M. Volcker a été appelé depuis lors à d'autres fonctions, il serait utile d'avoir une conversation préalable avec une personnalité responsable de la "Federal".

M. de la Genière estime utile, comme M. de Stycker, d'avoir une conversation avec un dirigeant de la "Federal" avant de décider la participation de celle-ci à la concertation, même sur la base d'une fois par semaine.

Le Président, tout en rappelant que trois banques centrales non membres de la CEE, à savoir la Banque Nationale Suisse et les banques centrales suédoise et norvégienne, participent déjà à toutes les concertations (y compris celle du jeudi soir), propose d'inviter M. Scott Pardee à se joindre aux Gouverneurs, M. Volcker étant déjà parti. Cette proposition est acceptée par le Comité.

M. Scott Pardee rappelle qu'à la suite et dans l'esprit de la conférence de Rambouillet, de fin 1975, un réseau de concertation a été créé auquel la "Federal" a adhéré en 1976. Celle-ci participe à l'échange de données quotidien et aux réunions mensuelles du groupe présidé par M. Heyvaert. En revanche, elle ne participe pas à la concertation spéciale du jeudi soir. Or, les informations échangées entre les participants à cette concertation font que celle-ci ressemble beaucoup à ce qui se fait lors des réunions mensuelles du groupe "Or et change" à Bâle. En effet, on parle plutôt de l'appréciation des facteurs du marché et des motifs des politiques d'intervention que des simples données brutes. La "Federal" se trouve, très souvent, devant la nécessité de porter un jugement sur les mouvements rapides dans les marchés, mais, mis à part les concertations bilatérales avec les banques centrales allemande et suisse, elle n'a qu'une seule fois par mois la possibilité d'expliquer ses actions à un grand nombre d'instituts d'émission. La participation à la concertation spéciale lui donnerait cette opportunité sur une base plus fréquente. En même temps, elle aurait la faculté de connaître les attitudes des banques centrales européennes. M. Pardee souligne que le souhait formulé par la "Federal" ne porte que sur les concertations hebdomadaires au niveau des directeurs de change et que la participation à cette concertation est certainement dans l'intérêt de tous.

M. de Stycker apprécie l'esprit général dans lequel les autorités américaines envisagent la participation à la concertation des banques centrales de la CEE. En effet, il serait utile que les banques centrales qui assument certaines responsabilités pour le fonctionnement des marchés des changes en général et du SME en particulier, échangent leurs vues avec les autorités américaines sur les événements et les politiques de change et d'intervention, afin d'arriver à une meilleure coordination des actions sur les marchés. Toutefois, il semble opportun, avant de prendre une décision, de mieux réfléchir sur le principe et sur les questions pratiques du raccordement de la "Federal". Les Suppléants pourraient préparer cette réflexion et examiner, par exemple, la question de savoir à quelle séance de concertation et avec quelle fréquence la "Federal" participerait.

M. Zijlstra reconnaît qu'il est raisonnable d'examiner les questions pratiques, mais il pense, que sur la base de la déclaration faite par M. Pardee, les Gouverneurs devraient donner, dès à présent, leur accord de principe sur la demande formulée par la "Federal". En effet, la participation de celle-ci à la concertation serait très utile pour tous les participants.

MM. Emminger et Ciampi partagent l'avis de M. Zijlstra.

Le Président constate que les Gouverneurs sont d'accord en principe sur la participation de la "Federal" à la concertation selon les termes précisés par M. Pardee. En ce qui concerne les modalités techniques, les Suppléants sont chargés de faire des propositions pour la prochaine séance des Gouverneurs.

2. Proposition de la Commission des Communautés européennes visant notamment à améliorer la coordination des politiques monétaires au sein de la CEE

Le Président propose d'inviter les Suppléants à examiner la note de la Commission, qui a été distribuée à Bâle par celle-ci le 10 décembre 1979.

M. Ortoli rappelle que, lors de la séance de novembre, il avait annoncé deux documents de la Commission, l'un contenant des propositions concrètes relatives à la coopération, l'autre de nature plus restreinte et plus politique. La Commission a décidé de ne pas établir ce second document, estimant qu'il devenait inutile à partir du moment où des discussions sur

la coordination des politiques ont effectivement lieu, comme cela est le cas depuis plusieurs mois au sein du Comité des Gouverneurs.

En ce qui concerne le lien entre les politiques monétaire et budgétaire, il semble que la manière dont les instances et les comités compétents oeuvrent sur ces questions, mérite d'être réexaminée. En 1977, la Commission avait proposé, sans succès cependant, de retenir les soldes des finances publiques et leur mode de couverture comme un élément central du débat de coordination. Dans la note qui vient d'être distribuée, il est suggéré d'adopter une vision large du problème des finances publiques, en analysant les besoins de financement du secteur public élargi et en établissant un lien avec la situation économique générale; cette vue avait déjà été avancée par la Commission en 1977.

M. Ortolí propose que le Comité discute, lors de sa prochaine séance, de la note de la Commission ainsi que d'autres idées concernant la coordination, par exemple l'idée avancée par M. Clappier d'établir un système de communication d'urgence au cas où l'une ou l'autre banque centrale envisageait de prendre une grande décision de politique monétaire.

3. Programme d'études sur les problèmes relatifs à l'établissement du Fonds monétaire européen

M. Ortolí rappelle que le Conseil européen, les 29 et 30 novembre à Dublin, a invité la Commission à lui présenter, en vue de sa prochaine réunion de mars 1980, un rapport faisant le point des progrès réalisés dans ce domaine et signalant les difficultés qui se seraient posées. La Commission fera ce rapport sous sa propre responsabilité. Elle a cependant saisi le Comité monétaire, dans lequel les banques centrales sont représentées, d'un premier document d'analyse, diffusé en juillet, et elle vient de soumettre au même Comité un deuxième document, plus complet, tenant compte des discussions qui ont eu lieu depuis juillet.

Il serait utile que le Comité des Gouverneurs tienne prochainement également un débat de substance pour voir quelles sont les questions fondamentales qui se posent et quels types d'orientation les Gouverneurs souhaitent voir se dégager. Il est important en effet que le rapport de la Commission puisse tenir compte des vues du Comité des Gouverneurs, et M. Ortolí se déclare disposé à rencontrer les Gouverneurs qui le souhaiteraient pour avoir avec eux une discussion libre au sujet du FME.

Le Président invite M. Mikkelsen à rendre compte au Comité du bref échange de vues que les Suppléants ont eu sur ce sujet.

M. Mikkelsen indique que les Suppléants ont chargé la Présidence du Comité des Suppléants et le secrétariat d'établir une note exposant les questions fondamentales qui se posent. Cette note qui sera distribuée avant Noël, devrait servir de point de départ à la première série de discussions que les Suppléants ont prévues en janvier. Sur la base d'un rapport oral de ceux-ci, les Gouverneurs pourraient à leur tour avoir un débat de fond, le 8 janvier. Les travaux sur le FME se poursuivraient ensuite avec l'idée de transmettre en février les vues des Gouverneurs à la Commission, afin que celle-ci puisse en tenir compte dans son document destiné au Conseil européen de mars 1980. Ce document de la Commission ne devrait représenter qu'un premier rapport, car il est clair qu'un texte plus définitif nécessitera des délais sensiblement plus longs.

M. Ortoli précise que la Commission n'entend certes pas présenter en mars 1980 des propositions mais qu'elle cherchera à exposer les problèmes et à aller au-delà d'un simple compte rendu des travaux faits au Comité monétaire et au Comité des Gouverneurs.

Le Président constate l'accord du Comité sur la procédure proposée par les Suppléants qui prévoit notamment de commencer les travaux relatifs au FME par une liste des questions principales, que celui-ci soulève, questions sur lesquelles à la fois les Suppléants et les Gouverneurs se pencheront au cours des séances des 7 et 8 janvier 1980.

Il ajoute deux autres remarques:

- d'une part, le Conseil ECOFIN du 17 décembre 1979 attend du Président du Comité des Gouverneurs un rapport oral sur l'état des travaux du Comité concernant le FME; ce rapport, nécessairement très bref, pourrait grosso modo dire que les Gouverneurs se sont préoccupés jusqu'à présent du démarrage du SME, de son fonctionnement et de la coordination des politiques d'intervention et des politiques monétaires requise par ce système, et que les Gouverneurs vont maintenant engager des travaux sur le FME, de manière à établir un document qui soit disponible en mars 1980, c'est-à-dire à temps pour être pris en considération par la Commission dans son rapport destiné au Conseil européen;
- d'autre part, selon le souhait exprimé par M. Ortoli, le Comité s'efforcera, lors de ses prochaines analyses des politiques monétaires

des Etats membres d'avoir un débat plus approfondi sur le lien entre les politiques monétaires et les politiques budgétaires.

4. Proposition du Système de Réserve Fédérale de nouvelles règles touchant les banques étrangères installées aux Etats-Unis

M. McMahon indique que le Gouverneur Richardson - qui n'a pu rester à Bâle pour la présente séance - souhaitait attirer l'attention de ses collègues sur les textes que propose le "Federal Reserve Board" dans le cadre du "US International Banking Act". Ces textes donneraient aux autorités américaines des possibilités gênantes pour les banques européennes installées aux Etats-Unis. Ces banques seraient obligées de déclarer au "Board" des éléments tels que leurs réserves occultes, éléments qui pourraient ensuite devenir connus du public, étant donné la loi américaine sur la liberté de l'information. En outre, ces banques seraient tenues de fournir des renseignements sur des opérations exécutées entièrement à l'extérieur des Etats-Unis, ce qui constituerait une extension de la tendance dangereuse à l'extraterritorialité de l'action des autorités américaines qui se développe depuis quelque temps.

Sans demander une réponse collective au nom de la CEE, M. McMahon considère que les banques centrales européennes doivent être conscientes des dangers de ces propositions du "Board" à l'égard desquelles ces banques centrales pourraient juger souhaitable d'élever des réserves expresses.

IV. Poursuite de l'échange de vues sur la coordination des politiques de change des banques centrales de la CEE à l'égard du dollar

Le Président invite M. Mikkelsen à rendre compte des discussions des Suppléants sur ce point.

M. Mikkelsen rappelle que le Comité, lors de sa séance de novembre, a invité le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert à examiner la coordination des politiques de change des banques centrales de la CEE à l'égard du dollar. M. Heyvaert a informé les Suppléants des travaux que les experts ont accomplis jusqu'à présent au cours de deux réunions et a indiqué en particulier que le groupe a rencontré des difficultés pour présenter un rapport acceptable par tous. Plusieurs principes généraux font l'objet d'un

accord général mais des divergences d'opinions existent quant aux modalités d'actions ou de mise en oeuvre de ces principes. Le rapport devrait être transmis aux Suppléants vers le 20 décembre et reflétera très probablement ces divergences. Compte tenu de cette situation, les Suppléants ont estimé qu'il n'était pas utile d'engager à ce stade une discussion sur le fond et qu'il valait mieux le faire en janvier ou février avec l'idée de rapporter alors aux Gouverneurs les conclusions auxquelles ils pourront aboutir.

Le Président prend note de l'accord du Comité sur la procédure suggérée par les Suppléants.

V. Analyse de la série mensuelle de statistiques

Le Président indique que cette analyse a pratiquement été couverte avec l'examen du Rapport No 15 du "Groupe Bastiaanse".

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 8 janvier 1980 à 10 heures.

M. de la Genière exprime sa préoccupation devant l'abondance des matières qui devraient être examinées lors de la séance de janvier et probablement de séances ultérieures (coordination des politiques de change à l'égard du dollar, Fonds monétaire européen et coordination des politiques monétaires), et estime qu'un problème de priorité se pose si les Gouverneurs veulent pouvoir discuter à fond les différentes questions. Compte tenu du calendrier fixé par le Conseil européen, il semble que la priorité devrait être donnée au FME, d'autant plus que les Suppléants ont besoin d'orientations pour leurs travaux. Les Gouverneurs devraient préciser, en particulier pour le FME, jusqu'où ils veulent aller et en deçà de quoi ils souhaitent rester.

Le Président constate l'accord du Comité sur la suggestion de M. de la Genière de donner la priorité aux travaux relatifs au FME et de préparer soigneusement les premières discussions des Gouverneurs.

M. Ortoli rappelle que, comme il avait déjà été envisagé, le Comité pourrait prolonger jusqu'à 16 - 16 h 30 une ou plusieurs de ses séances mensuelles, étant donné l'ampleur des travaux dans les mois prochains.

Avant de clore la séance, le Président attire l'attention du Comité sur le fait que c'est la dernière fois que les Gouverneurs ont le privilège d'avoir parmi eux M. Emminger. Depuis la création du Comité en 1964, M. Emminger a participé d'une manière constante et active aux séances, d'abord comme suppléants de MM. Blessing et Klasen, et ensuite en tant que Président de la Deutsche Bundesbank, il a toujours manifesté un profond intérêt pour le développement de la coopération monétaire aussi bien au sein de la CEE que sur le plan mondial et a contribué avec une compétence et une habileté qui ont fait l'admiration de ses collègues aux solutions qui ont été trouvées durant 15 années riches d'événements. Les Gouverneurs ont apprécié la franchise avec laquelle M. Emminger a toujours présenté ses vues, même si celles-ci étaient parfois fortes, et pensent qu'il s'agit-là d'un bon exemple de concertation fructueuse au sein du Comité. Le Président présente les meilleurs voeux du Comité à M. Emminger pour les années à venir et assure ce dernier des regrets de ses collègues de le voir partir.

M. Emminger remercie le Président pour ses mots très aimables et rappelle qu'il a même participé, avant la mise en place du Comité des Gouverneurs, à l'élaboration du mandat ou des statuts de ce dernier. M. Emminger reconnaît qu'il n'a pas toujours été un membre facile pour le Comité, mais qu'il s'est toujours efforcé de coopérer du mieux possible, aussi bien personnellement que sur le plan des institutions, en tant que représentant de la Deutsche Bundesbank. Il ajoute qu'il a profondément apprécié et estimé les conseils et les connaissances qu'il a recueillis dans les discussions du Comité et qu'il a fait toujours de son mieux pour assurer une coopération fructueuse entre la politique monétaire allemande et les exigences de l'intégration communautaire. M. Emminger remercie sincèrement les Gouverneurs pour tout ce qu'ils lui ont apporté durant ces quinze dernières années.

Le Président indique qu'en raison des circonstances, le Comité n'a pas été en mesure d'exprimer sa reconnaissance à M. Baffi qui a quitté la Banca d'Italia en octobre dernier et qui, comme M. Emminger, a participé au Comité depuis sa création. Il ajoute qu'il écrira une lettre à M. Baffi pour lui dire toute l'appréciation des Gouverneurs pour l'importance et la qualité de sa contribution aux travaux du Comité.

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

NOVEMBRE 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 le mois de novembre 1979.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En novembre, le dollar EU a occupé une fois de plus le devant de la scène sur les marchés des changes. Durant le mois, son cours de change a été toutefois moins influencé par des facteurs économiques fondamentaux que par la situation de crise qui a caractérisé les relations politiques et économiques entre les Etats-Unis et l'Iran à la suite de la prise en otage de ressortissants américains à l'Ambassade de Téhéran. Eu égard cependant au caractère explosif de cette situation, les marchés des changes ont réagi, tout compte fait, avec pondération. Il se peut en outre que l'incertitude généralisée sur l'évolution ultérieure ait joué un certain rôle; elle a certainement empêché d'importantes prises de positions à découvert en dollars EU. Une incidence négative supplémentaire s'est exercée néanmoins sur l'évolution du cours du dollar EU pendant le mois de novembre, sous la forme de l'arrêt d'abord et d'un certain renversement ensuite du mouvement de hausse des taux d'intérêt du dollar. Bien que le recul de ces taux ait été lié en grande partie au fléchissement de la demande de crédit aux Etats-Unis, des craintes sont apparues sur les marchés des changes de voir la lutte contre l'inflation aux Etats-Unis se trouver reléguée à

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

l'arrière-plan. A cela est venu s'ajouter le fait qu'en novembre quelques banques centrales hors des Etats-Unis ont relevé leurs taux officiels directeurs, de sorte que le différentiel des taux d'intérêt s'est modifié également au détriment du dollar EU. Fin novembre, le cours du dollar par rapport à la plupart des autres monnaies se retrouvait donc au niveau comparativement faible qu'il occupait peu de temps avant les décisions prises en matière de crédit, annoncées le 6 octobre 1979, par les autorités monétaires américaines.

L'évolution du cours de change de certaines monnaies du système monétaire européen mérite également une mention particulière. Certes, on n'a pas enregistré en novembre de tensions marquées au sein du mécanisme de change; cependant, les indicateurs de divergence de différentes monnaies membres ont fait apparaître des variations sensibles, reflétant l'élargissement de l'écart effectif entre la monnaie la plus faible et la monnaie la plus forte, d'environ 1,75% au début de novembre, à environ 2% à la fin du mois. Ainsi, le deutsche mark et le franc français se sont relativement raffermis alors que la couronne danoise et la lire italienne ont fléchi. Cette évolution a finalement abouti, le 30 novembre 1979, à la dévaluation de près de 5% de la couronne danoise par rapport aux autres monnaies du système monétaire européen.

En novembre, aucune monnaie du SME n'a franchi son seuil de divergence supérieur ou inférieur.

Si l'on considère les monnaies individuellement, le franc belge est demeuré, en novembre, la monnaie la plus faible du SME; au cours du mois, il n'a cessé de se déprécier tant et si bien que sa divergence s'est située à seulement 10 points en pourcentage du seuil inférieur. Alors que, jusqu'au 29 novembre, la Banque Nationale de Belgique n'a pas eu à intervenir aux limites obligatoires et s'est même trouvée en mesure de réduire ses engagements à l'égard du FECOM en utilisant des deutsche marks acquis sur le marché des capitaux par des organismes publics, la monnaie belge a atteint, le dernier jour du mois, date du réajustement, son point d'intervention inférieur par rapport à la couronne danoise. Cette situation a déclenché des interventions obligatoires tant de la part de la banque centrale belge que de l'institut d'émission danois.

La couronne danoise s'est trouvée soumise occasionnellement à des tensions au cours du mois sous revue. Son cours de change par rapport aux autres monnaies du SME a varié à l'intérieur d'une bande d'environ 1,3%. En raison des spéculations relatives à la dévaluation de la couronne danoise, celle-ci a oscillé entre la première et la quatrième place dans la grille de parités; après modification de son cours-pivot, elle est remontée à la première place.

Le deutsche mark a renforcé sa position au sein du SME, surtout pendant la seconde quinzaine de novembre. Alors qu'au début du mois, la monnaie allemande occupait encore le quatrième rang à l'intérieur de la bande, elle est remontée à la deuxième place à la fin du mois; son indicateur de divergence s'est élevé de 4 à 25%. Les majorations de 5 à 6% du taux d'escompte et de 6 à 7% du taux des avances sur titres, décidées le 1er novembre, ainsi que l'augmentation des possibilités de refinancement des établissements de crédit auprès de la Bundesbank d'environ DM 5 milliards, n'ont pas joué à cet égard un rôle prépondérant. La politique de la Bundesbank consistait en fait à rapprocher les taux officiels de ceux du marché, sans faire monter toutefois le niveau général des taux. Au cours de la troisième semaine de novembre, la crise en Iran a provoqué un raffermissement du cours à l'égard du dollar EU, qui a amené le deutsche mark en fin de mois à un niveau record pour l'année, de 1,7300 - cours qui n'avait été dépassé qu'une fois antérieurement, le 30 octobre 1978.

Le franc français a continué de consolider sa position dans le SME. Alors qu'il se tenait déjà au début du mois à la deuxième place, il a ensuite été, par intermittence - et même de façon permanente durant la dernière semaine de novembre - la monnaie la plus forte du système. Il s'est également nettement redressé par rapport au dollar EU, évolution qui est peut-être en rapport avec les nouvelles selon lesquelles le franc français faisait partie des monnaies que l'Iran sélectionnait.

La livre irlandaise a eu plutôt tendance à fléchir au cours de la période sous revue, mais à l'intérieur de la bande elle est demeurée à la cinquième place, comme auparavant. Elle s'est légèrement redressée par rapport au dollar EU, moins cependant que les autres monnaies du système. Parmi les interventions de soutien en dollars et en livres

sterling effectuées pendant le mois, les ventes de livres sterling ont été de loin les plus importantes.

Le florin néerlandais a été constamment la deuxième monnaie la plus faible jusqu'au 29 novembre, jour où la banque centrale des Pays-Bas a relevé d'un point ses taux officiels, portant ainsi son taux sur avances à 10 1/2%. Les variations de cours à l'égard des monnaies des autres partenaires du SME ont été cependant relativement limitées dans l'ensemble. Avec le relèvement des taux officiels, la monnaie hollandaise est passée, au sein de la bande monétaire, de la sixième à la quatrième place, mais cette amélioration n'a duré qu'un jour; le florin est ensuite redescendu au cinquième rang.

Le recul des cours de la lire s'est poursuivi au début de novembre; ce mouvement, lent au départ, a vite pris de l'ampleur, si bien que la monnaie italienne est tombée, dans le SME, de la position de monnaie la plus forte à celle de deuxième monnaie la plus faible. Il n'a toutefois été procédé à aucune intervention pendant la période sous revue.

L'évolution des cours de la livre sterling a été fort mouvementée en novembre, ce qui a conduit la Bank of England à intervenir activement sur les marchés des changes dans les deux directions. Pendant la première quinzaine, la devise britannique a dû subir des pertes, assez fortes au début, de sa valeur extérieure, à la suite de l'abolition complète du contrôle de change, mais, par suite du relèvement de 14 à 17% du taux minimum d'avances, le 15 novembre, et de la crise en Iran, elle s'est brusquement raffermie, et le mouvement ascendant s'est poursuivi jusqu'à la fin du mois. Tant par rapport aux monnaies du SME qu'à l'égard du dollar EU, la livre a enregistré des gains de cours prononcés. L'appréciation vis-à-vis de la moyenne des monnaies du SME ainsi que du dollar EU a été respectivement de 2 1/2% et de 5% environ.

Le relèvement du taux directeur a permis à la livre sterling de regagner, dans la hiérarchie internationale des taux d'intérêt, la position culminante qu'elle avait abandonnée quelque temps au dollar EU.

Le dollar canadien a enregistré un raffermissement sensible, suscité par l'amélioration de la balance commerciale et par le comportement des prix, ainsi que par l'évolution favorable du rapport entre les taux d'intérêt canadiens et ceux des Etats-Unis. La situation relativement bonne du Canada dans le domaine de l'énergie a eu, de plus, une influence bénéfique.

Le cours du yen japonais s'est affaibli nettement et a atteint de nouveaux records de baisse par rapport au dollar EU et au deutsche mark. Ni le relèvement de 5 1/4 à 6 1/4% du taux d'escompte, le 2 novembre, ni les ventes massives de dollars effectuées par la Banque du Japon, ni même l'agitation qui a régné autour du dollar EU n'ont pu enrayer une nouvelle chute du cours de la devise japonaise. L'affaiblissement persistant du yen est probablement dû surtout à la dépendance de l'économie japonaise à l'égard des importations de pétrole, dont les événements politiques ont de nouveau fait prendre conscience.

Le cours du franc suisse a suivi une évolution étonnante. Bien que la Banque Nationale Suisse ait relevé, le 5 novembre, d'un point ses taux officiels (portant ainsi son taux d'escompte à 2% et son taux sur avances à 3%), et réduit le taux d'intérêt négatif sur les avoirs en francs suisses des non-résidents, la demande internationale de francs ne s'est pas intensifiée; la raison principale de cette situation a été, de loin, le faible niveau des taux d'intérêt en Suisse, qui a, au contraire, favorisé les sorties de capitaux. Comme, d'autre part, la situation politique mondiale n'a manifestement pas déclenché d'importants mouvements de conversion de dollars EU en francs suisses, la devise helvétique ne s'est que peu appréciée par rapport à la monnaie américaine. Par la suite, elle s'est assez sensiblement affaiblie vis-à-vis du deutsche mark, s'éloignant ainsi encore du rapport de 0,9 franc pour 1 DM auquel on était accoutumé depuis longtemps. Le bruit ayant couru de la suspension de l'intérêt négatif en Suisse, le franc s'est nettement redressé à la fin du mois, et, de ce fait, l'annonce effective de la suspension, le 30 novembre 1979, n'a pas affecté de manière significative le cours du franc suisse.

La couronne suédoise s'est affaiblie en novembre d'un demi-pourcent en termes effectifs. Le 23 novembre, certaines mesures monétaires, qui incluaient un relèvement de 8% à un niveau record de 9%, ont été prises.

Pour réagir contre la baisse persistante du cours de la couronne norvégienne, la banque centrale de Norvège a porté, le 30 novembre, son taux d'escompte de 7 à 9% - niveau record pour ce pays; en outre les taux d'intérêt du marché ont également été relevés. L'affaiblissement de la monnaie norvégienne a été particulièrement marqué par exemple à l'égard du deutsche mark et de la livre sterling, avec une dépréciation respectivement de 3,4% et de 4,7%.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

En termes nets, les banques centrales participant à la concertation ont vendu au total \$EU 3,6 milliards en novembre, contre \$EU 3,1 milliards le mois précédent.

Ce résultat global est dû aux interventions de la Banque du Japon, dont les ventes ont même été supérieures au chiffre net mentionné ci-dessus.

La Bank of England et, toute proportions gardées, la Danmarks Nationalbank, ont procédé également à d'assez nombreuses interventions, mais dans les deux sens: le solde net, dans les deux cas, est relativement minime.

La Sveriges Riksbank a procédé à des ventes pour une somme non négligeable.

Enfin, la Federal Reserve Bank of New York n'est intervenue que marginalement à l'achat de dollars contre marks allemands.

Pour ce qui est des opérations de swap avec les établissements de crédit nationaux, il convient de mentionner en particulier les opérations effectuées par la Deutsche Bundesbank et la Banque Nationale Suisse. Les interventions de la Deutsche Bundesbank destinées à régulariser le marché monétaire se sont traduites en novembre par des achats nets au comptant de deutsche marks pour l'équivalent d'un montant approximatif de \$EU 2,5 milliards, la Banque Nationale Suisse - également pour influencer le marché monétaire - a procédé à des ventes nettes au comptant de francs suisses pour une contre-valeur de \$EU 0,5 milliard.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions des banques centrales du SME en monnaies du SME ont représenté la contre-valeur d'environ \$EU 300 millions. Elles ont consisté pour plus des deux tiers en interventions intramarginales et ont concerné en majeure partie des ventes de deutsche marks par la Nederlandsche Bank, la plupart de ces deutsche marks ayant été fournis par la Deutsche Bundesbank contre dollars EU. D'autres interventions à l'intérieur des marges ont été opérées par la Danmarks Nationalbank et par la Banque Nationale de Belgique, qui ont vendu respectivement des deutsche marks et des francs français.

Des interventions obligatoires n'ont été effectuées qu'après la dévaluation de la couronne danoise. Elles ont atteint la contre-valeur de \$EU 70 millions environ et ont consisté en achats de francs belges contre couronnes danoises.

La Banque Nationale Suisse a vendu DM 735 millions à terme, modérant ainsi la faiblesse du franc suisse et utilisant des créances à terme constituées en liaison avec des crédits en DM octroyés au cours des années précédentes par des banques suisses avec garantie de change à des organismes publics allemands.

* * *

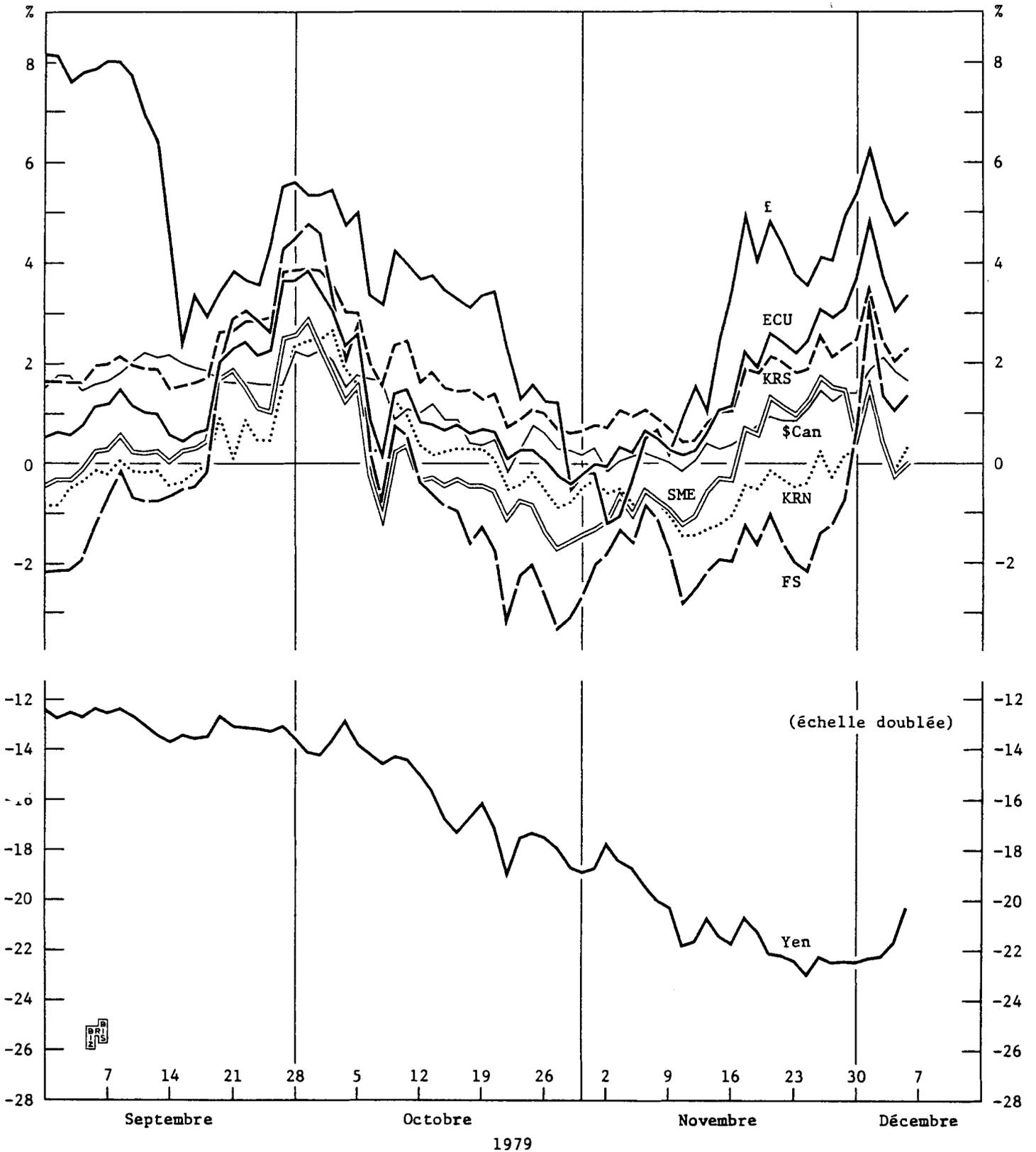
Pendant la première semaine de décembre, le dollar a certes commencé par reculer de nouveau assez sensiblement, mais, dans les jours suivants, il a pu se raffermir nettement; les interventions n'ont joué, à cet égard, qu'un rôle relativement modeste, le facteur décisif ayant plutôt été la reprise de la demande commerciale. La remontée du cours du dollar se chiffre par environ 1,4% vis-à-vis de toutes les monnaies du SME, à l'exception du florin et de la lire italienne vis-à-vis desquels le dollar s'est apprécié de moins de 3/4%. La couronne danoise et le franc belge sont restés respectivement la plus forte et la plus faible des monnaies du SME. On a noté, en revanche, certains déplacements parmi les autres monnaies du SME: le deutsche mark s'est quelque peu affaibli, tandis qu'au contraire le florin néerlandais et la lire italienne, en particulier, ont pu se raffermir. Le cours du florin a été également soutenu par une hausse nette des taux d'intérêt, déclenchée par une politique de marché monétaire plus restrictive des autorités. Le renforcement de la monnaie italienne a été dû avant tout au relèvement du taux d'escompte de la Banca d'Italia de 12 à 15% avec effet au 6 décembre.

Du fait de la faible position du franc belge par rapport à la couronne danoise, les deux monnaies ont, à plusieurs reprises, touché leurs points d'intervention réciproques. Aussi a-t-il fallu, au cours de la première semaine de décembre, procéder à des opérations de soutien en faveur du franc belge. En outre, la Banque Nationale de Belgique est intervenue, pour soutenir sa monnaie, en dollars EU, ainsi que, à l'intérieur des marges, en francs français.

Le yen japonais a marqué une nette tendance à la fermeté. Son cours contre dollar a pu s'améliorer, passant de quelque yen 250 à yen 240 environ; cette amélioration est peut-être due au fait que le relèvement du taux d'escompte et les mesures administratives prises par les autorités monétaires nippones ne font sentir leur plein effet qu'avec un certain retard.

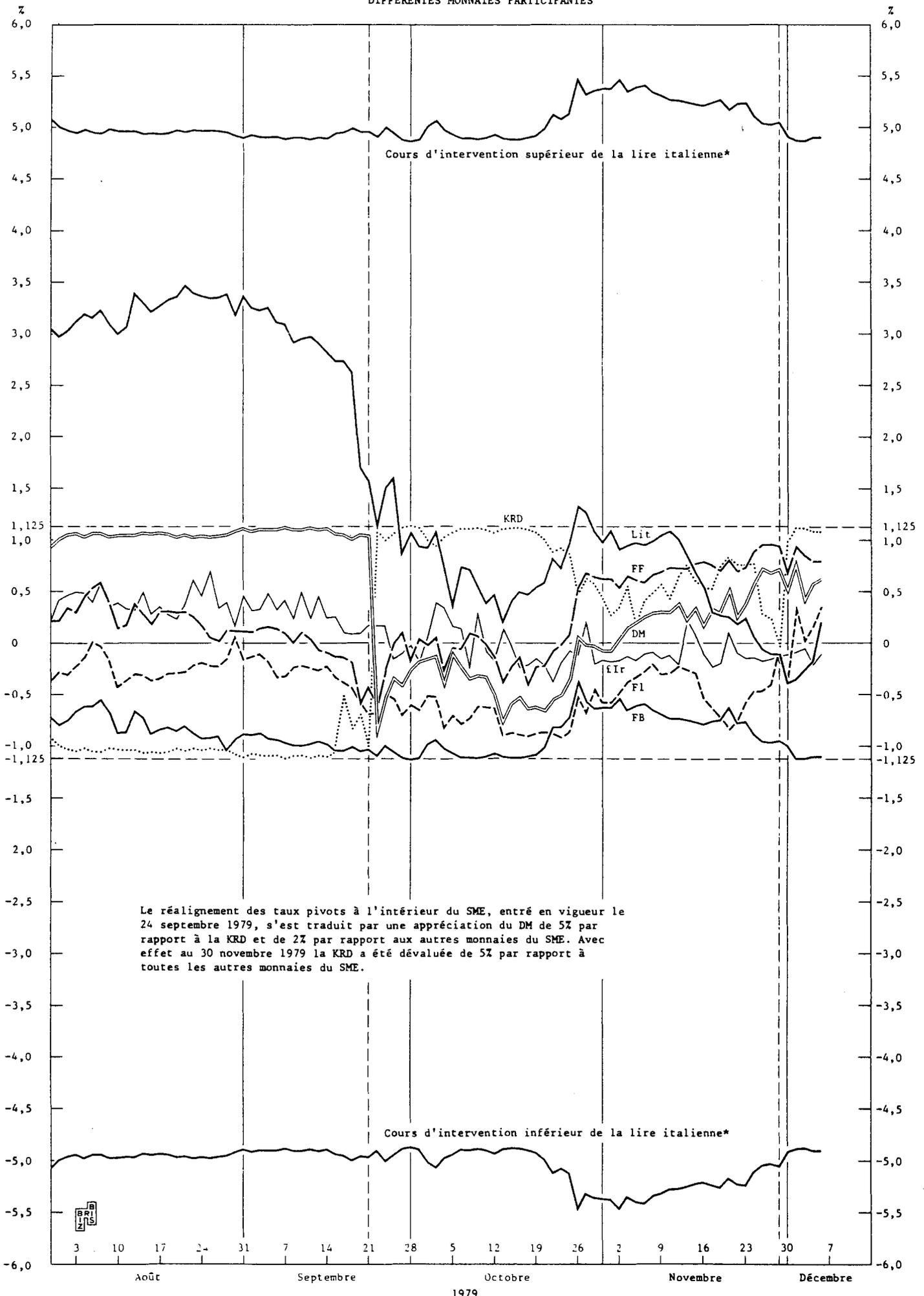
Le franc suisse s'est, lui aussi, raffermi à l'égard de la plupart des monnaies; cette évolution est attribuable pour une partie à la suspension de la réglementation sur l'intérêt négatif appliqué aux avoirs détenus par des non-résidents.

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



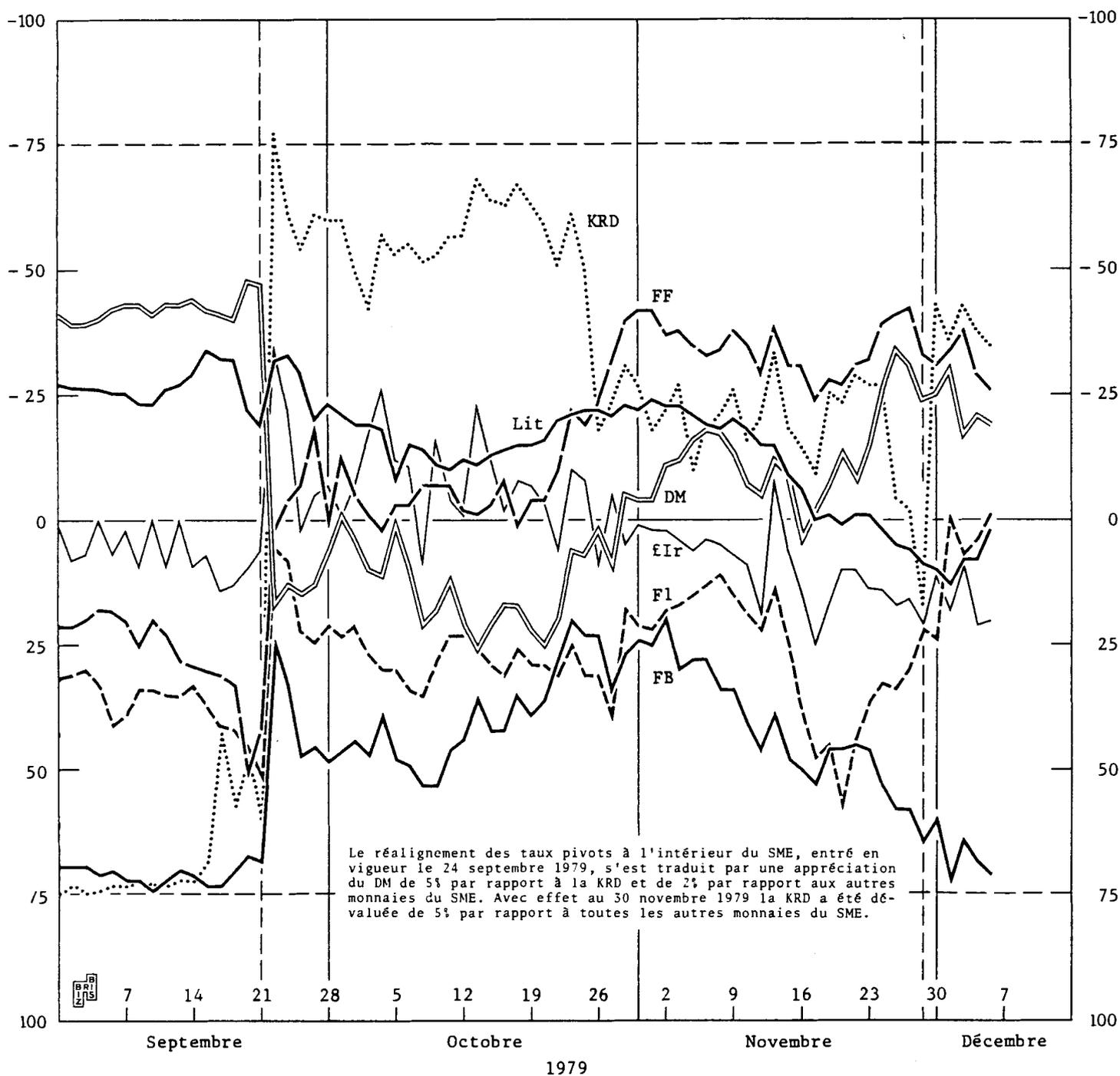
*ECU 1,3773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;
 £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

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



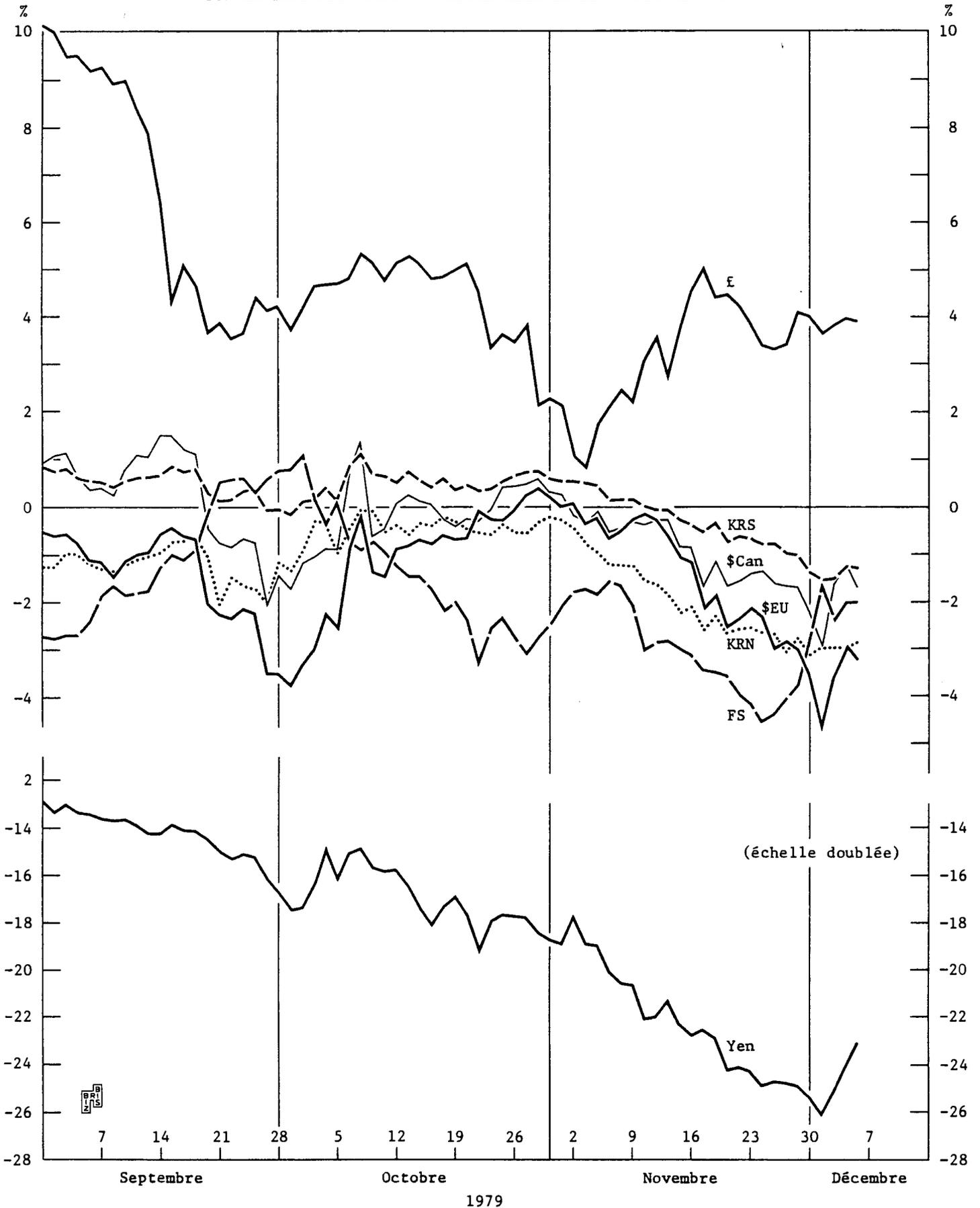
* Les cours d'intervention supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de ± 2,25%

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.

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 MARCHE RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978*



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