

PROCES-VERBAL *
DE LA CENT-TRENTE-CINQUIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE DIMANCHE 10 JUIN 1979 A 15 h 30

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 et Mlle Lambert; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par MM. Andersen et Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl, Gleske et Dudler; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Posthumus Meyjes et Timmerman; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par M. Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; le 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 du procès-verbal de la 134e séance

Le procès-verbal de la 134e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de deux amendements de caractère rédactionnel concernant les interventions faites par MM. Emminger (page 9) et Richardson (page 13); ces deux modifications seront incorporées dans le texte définitif.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 10 juillet 1979, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de mai et des premiers jours de juin 1979

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

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal; il signale notamment qu'à l'exception de la Banca d'Italia et de la Norges Bank, toutes les banques centrales participant à la concertation ont été vendeuses nettes de dollars EU. Les interventions ont été particulièrement importantes dans la relation dollar EU/DM (ventes de dollars par la Bundesbank et achats de DM par la Federal Reserve Bank of New York à concurrence de 1.850 millions de dollars EU), et même si de bonnes raisons pouvaient les justifier, on peut se demander si elles n'auraient pas pu faire l'objet d'une meilleure coordination entre les banques centrales participant au SME, afin de tenir compte aussi des développements qui se sont produits à l'intérieur du système. Cela signifie-t-il par exemple que dans le cadre de ce dernier, une priorité plus grande aurait dû être donnée aux ventes de dollars EU sur celles effectuées en monnaies communautaires par les banques centrales dont la monnaie devait être défendue? Une telle décision ne s'oppose-t-elle pas aux principes définis dans les accords? Un choix concerté était donc souhaitable. En revanche, il convient de mentionner qu'en vue de compenser la réduction de la liquidité bancaire résultant des sorties de devises, la Deutsche Bundesbank a procédé à des swaps dollars EU/DM avec les banques commerciales allemandes et à des opérations d'open-market au comptant et, depuis le 1er juin, sous forme de "repurchase agreements"; ces opérations ont permis d'éviter un raffermissement supplémentaire du DM au sein du SME.

Sur une base nette, les achats de DM contre dollars EU et les ventes de DM contre monnaies communautaires se sont soldés en mai par un achat de DM d'une contre-valeur de 1.450 millions de dollars EU; ce résultat contraste avec celui d'une vente nette de DM pour l'équivalent de 350 millions de dollars EU dans les premiers jours de juin.

M. Heyvaert signale en outre que les ventes de livres sterling effectuées par la Central Bank of Ireland dans le cadre de la gestion du cours de la livre irlandaise ont atteint en mai un total équivalent à 230 millions de dollars EU.

Enfin, M. Heyvaert fait remarquer au sujet de la concertation hebdomadaire à un niveau élevé du jeudi qu'une nette amélioration a pu être enregistrée par rapport aux mois précédents.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé; il constate l'accord du Comité sur le texte du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE et il propose au Comité de n'engager un débat qu'après avoir entendu les exposés de M. Lamfalussy et de M. Théron, ce dernier présentant les résultats de l'échange de vues que les Suppléants ont eu lors de leur séance du samedi 9 juin 1979.

B. Examen du fonctionnement de la concertation intracommunautaire

1. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy commence son analyse par le problème des ajustements des cours-pivots au sein du système monétaire européen. Le bon fonctionnement de ce dernier et même sa survie rendront nécessaires, dans une perspective à long terme, des ajustements, étant donné que les politiques et les performances économiques des pays participants sont différentes. La question, largement politique, qui se pose actuellement est de savoir si des ajustements doivent être effectués dès à présent et sinon quelles mesures devraient être prises.

Il semble que, pour des raisons générales et particulières exposées ci-après, le moment serait mal choisi pour un ajustement.

En ce qui concerne les raisons générales, il convient de citer la hausse très forte des prix internationaux: en termes de dollars EU et sur une année, les prix des matières premières industrielles ont augmenté de 30 à 35% et ceux du pétrole de 25 à 50%, selon les différents indicateurs pris en considération. En face de cette poussée inflationniste d'ordre externe qui risque de détériorer les termes de l'échange des pays industriels, la plupart de ceux-ci devraient essayer de suivre l'exemple réussi de l'Allemagne en 1973/74, à savoir de maintenir ou même d'améliorer le taux de change effectif de leurs monnaies pour combattre les influences inflationnistes exogènes. Un ajustement des parités dans le SME irait à l'encontre d'une telle stratégie, car il signifierait pour les monnaies qui seraient dévaluées au sein du mécanisme de change communautaire, une détérioration du taux de change effectif.

Un ajustement des cours-pivots ne se justifie pas non plus pour des raisons particulières. Dans le cas de la Belgique, les indicateurs de politique économique et monétaire ne suggèrent pas l'opportunité d'une dévaluation de la monnaie belge. En effet,

- le rythme de hausse des prix de détail a diminué, l'année dernière, plus fortement que dans les autres pays membres et durant les derniers mois il a été le plus bas de la Communauté,
- le risque d'une reprise de l'inflation au niveau des prix de gros est moins accentué en Belgique que dans d'autres pays,
- les agrégats monétaires ont progressé moins rapidement que dans la plupart des autres Etats membres,
- la part de l'industrie belge dans les marchés extérieurs ne semble pas s'être contractée, bien que les études sur cette question ne soient pas très récentes.

Ces facteurs devraient l'emporter, au moins pour le moment, sur les facteurs négatifs ci-après:

- la balance des paiements courants est devenue déficitaire depuis un certain temps, encore que ce déficit ne soit pas très important,
- le déficit des finances publiques belges qui était déjà élevé en 1978 (environ 8% du PNB) augmentera encore sensiblement durant l'année en cours.

Si l'on veut donc éviter, actuellement, un ajustement des cours-pivots, une action sur les taux d'intérêt s'impose dans les pays dont les monnaies sont menacées, mais il est à noter qu'une telle action s'exerce dans le contexte d'une hausse générale des taux d'intérêt. Ainsi, par exemple, les taux à 3 mois sur les euro-marchés, ont augmenté durant les cinq premiers mois de 1979 de plus de 2,5 points pour le deutsche mark et d'un peu plus de deux points pour le franc français. Dans le cas du franc belge, le taux à 3 mois était inférieur à fin mai 1979 à celui de fin de 1978, mais en hausse de 1,5 point par rapport à mars 1979. Dans une situation caractérisée par des attentes d'ajustements de cours, les différences entre les niveaux nationaux des taux d'intérêt semblent être moins significatives que les mouvements de ces différences.

Les autorités des pays dont la monnaie est soumise à une pression à la baisse, seraient donc bien conseillées d'agir brutalement sur les taux d'intérêt à court terme plutôt que d'élargir graduellement et lentement la différence

entre le niveau national et ceux à l'extérieur. Dans ces conditions, on peut regretter que les augmentations des taux à court terme en Belgique n'aient pas été plus rapides et plus fortes, tout en reconnaissant que le relèvement des taux d'intérêt belges aurait eu plus d'effet si les taux sur le DM n'avaient pas eux-mêmes augmenté.

Le relèvement des taux d'intérêt doit être complété en Belgique par une action sur le déficit des finances publiques; ce dernier est en effet un facteur important pour les marchés des changes et son niveau actuel et a fortiori son augmentation, sont incompatibles à terme avec le maintien du cours-pivot actuel du franc belge.

2. Exposé de M. Théron

M. Théron indique que, pour ce qui est des questions relatives à la conduite des politiques monétaires, les Suppléants sont arrivés, lors de leur séance du 9 juin, à des conclusions très voisines de celles que M. Lamfalussy vient d'exposer. Certains Suppléants étaient d'avis qu'il ne fallait pas recourir trop tard à un ajustement des cours-pivots, tandis que d'autres avaient mis en garde contre les dangers d'un ajustement à un moment inopportun et avaient conseillé de mieux utiliser l'instrument des taux d'intérêt.

M. Théron indique, d'autre part, que les Suppléants ont pris note de la demande exprimée officieusement par la Federal Reserve Bank of New York d'être raccordée au réseau téléphonique de concertation. La Federal Reserve Bank qui est déjà associée de manière passive à la concertation, aurait la faculté de participer de manière active, tant aux séances de concertation ordinaires (en raison du décalage horaire, il s'agirait de deux séances de l'après-midi), qu'aux concertations hebdomadaires du jeudi soir. A cet égard, il est à noter que les deux catégories de concertations revêtent un caractère différent, la première étant plutôt consacrée à l'échange d'informations sur les marchés des changes et les interventions, la seconde se situant au niveau des politiques de change. Lors de la séance du 9 juin 1979, un Suppléant a exprimé un préjugé favorable à l'égard de la demande américaine, mais les Suppléants ont estimé utile de soumettre aux Gouverneurs cette question complexe car elle combine l'information et la politique.

Enfin, les Suppléants ont examiné, à la suite de l'exposé fait par M. Heyvaert, les questions qui devraient retenir l'attention particulière du

Comité, et ils suggèrent aux Gouverneurs de discuter les sujets suivants:

- La situation du franc belge et celle de la couronne danoise, ces deux monnaies étant soumises à une pression à la baisse dans le SME.
- Les ventes de dollars EU effectuées par la Deutsche Bundesbank en vue de soutenir le cours du DM vis-à-vis du dollar, et les achats de DM faits par la Federal Reserve Bank of New York.
- Les interventions en sens contraires en dollars EU, effectuées au cours du mois de mai, à savoir d'une part les ventes de dollars EU par la Deutsche Bundesbank, d'autre part les achats par la Banca d'Italia à concurrence d'environ un demi milliard de dollars EU. Même si ces interventions peuvent se justifier par de bonnes raisons, elles méritent d'être discutées sur le plan du principe, car elles s'écartent, d'une part, de l'idée selon laquelle les interventions dans le cadre du SME sont à effectuer en principe en monnaies communautaires, et, d'autre part, des dispositions qui prévoient que des interventions en sens contraires sont à éviter dans toute la mesure du possible.

3. Discussion du Comité

M. de Strycker fait remarquer que les exposés de MM. Heyvaert, Lamfalussy et Théron fournissent ample matière à discussion et devraient conduire, en particulier, à un débat du Comité sur la politique de la CEE à l'égard du dollar et sur les politiques de taux d'intérêt. Il se limite à ce stade à donner les commentaires ci-après sur la situation du franc belge.

Le franchissement du seuil de divergence d'abord par le franc belge et ensuite par la couronne danoise, permet de "tester" les règles de fonctionnement du SME. Ces règles ont été mises au point fin 1978 sans pouvoir prévoir toutes les circonstances et conditions dans lesquelles fonctionnerait le nouveau système et notamment l'indicateur de divergence. Les premières expériences permettent de dire que le franchissement du seuil de divergence est une occasion d'examiner la situation du pays concerné et de l'ensemble du SME, mais elles ne sont pas suffisantes pour en tirer des conclusions très nettes. Par exemple, les facteurs énumérés dans l'exposé de M. Lamfalussy (déficit de la balance des paiements dû à des circonstances conjoncturelles, problèmes en matière de finances publiques) sont peut-être différents de ceux qu'on avait envisagés au début comme pouvant amener une monnaie à son seuil de divergence. En outre, les mesures à prendre qui sont énumérées dans la

Résolution du Conseil européen ne sont ni les seules possibilités ni les plus adéquates. Les autorités belges ont été très opposées à l'époque à la mention des modifications de cours-pivots comme une de ces mesures, sachant par expérience ses effets psychologiques dangereux sur les marchés des changes. Aujourd'hui, on peut déjà mesurer les effets néfastes d'une telle mention car le marché des changes constatant que quelques monnaies ont franchi leur seuil de divergence en tire immédiatement la conclusion qu'une modification des parités s'impose et devrait intervenir le plus rapidement possible.

Or, comme M. Lamfalussy l'a expliqué, une dévaluation du franc belge serait tout à fait contre-indiquée; elle est d'ailleurs exclue par les autorités belges. En effet, le déficit de la balance des paiements est essentiellement d'ordre conjoncturel et donc il ne peut et ne doit pas être corrigé par une modification de parité. Cette dernière ne pourrait pas non plus porter remède aux problèmes des finances publiques et en outre l'évolution de tous les autres indicateurs de politique économique (performance en matière de prix, position sur les marchés extérieurs) ne justifierait aucunement une modification de parité qui irait à l'encontre de la volonté marquée par les autorités belges de limiter l'impact de la hausse des prix des matières premières et du pétrole sur les prix intérieurs.

Les autorités belges sont bien entendu prêtes à prendre les mesures qui s'imposent dans les domaines où des corrections sont nécessaires mais aussi à faire appel aux crédits intracommunautaires et internationaux, étant donné que, si le redressement de la balance des paiements est souhaitable, il est normal d'avoir un déficit dans certaines phases de la conjoncture. Comme à l'époque du régime de Bretton Woods, une modification de parité ne devrait se justifier qu'en cas de déséquilibre fondamental.

En ce qui concerne les remarques faites par M. Lamfalussy sur la politique de taux d'intérêt de la Belgique, M. de Strycker reconnaît que jusqu'à présent la hausse des taux à court terme belges n'a pas été très importante; en revanche, il est à souligner que la différence par rapport aux taux correspondants allemands s'élève encore à 3 points et qu'il est difficile de déterminer avec précision l'ampleur nécessaire du différentiel de taux d'intérêt. De toute façon, il faudrait considérer également les politiques de taux d'intérêt appliquées par les pays membres de la CEE, dans leur ensemble, car sans un effort de réflexion et de coordination,

les pays de la CEE risquent de déclencher une escalade des taux d'intérêt.

M. Hoffmeyer fait remarquer que la couronne danoise étant une monnaie faible fondamentalement, les autorités danoises n'ont pas été préoccupées par le changement de position de leur monnaie au sein du SME.

La dépréciation brusque de la couronne danoise au cours du mois de mai n'est pas sans lien avec la manière dont les décisions politiques sont prises au Danemark. La hausse du prix du pétrole et l'attente d'un déficit accru de la balance des paiements courants ont amené le gouvernement à considérer des mesures de politique économique. Dans ce contexte, le "Conseil des Sages" a proposé une modification du taux de change de la couronne danoise. Le débat public sur cette proposition n'est pas resté sans impact sur la position de la couronne danoise sur les marchés des changes. La Danmarks Nationalbank, en revanche, pense qu'une dévaluation de la couronne danoise ne serait pas opportune dans l'immédiat. Le débat est encore en cours, mais il semble probable que le gouvernement fasse sienne l'opinion de la Danmarks Nationalbank.

En ce qui concerne les interventions effectuées par la Deutsche Bundesbank en dollars EU, M. Hoffmeyer pense que cette action n'était pas de nature à aider la couronne danoise, comme d'ailleurs la fermeté de celle-ci observée dans les mois précédents n'a pas facilité la tâche des autorités belges. On peut s'interroger en outre sur la logique, au plan de la politique monétaire, d'une action qui, d'une part, comporte des achats de DM contre dollars EU et, d'autre part, des ventes de DM contre d'autres monnaies communautaires. Par ailleurs, les achats de DM contre dollars EU sont de nature à distordre l'évolution de l'indicateur de divergence et à priver celui-ci de sa signification.

M. Hoffmeyer souligne que les questions qu'il vient d'exposer devraient être discutées sur le plan du principe, car sur le plan des faits, les autorités danoises pensent que la position actuelle de la couronne danoise correspond mieux aux données fondamentales et elles sont prêtes à défendre leur monnaie par une action appropriée sur les taux d'intérêt.

M. Baffi déclare que les achats de dollars EU par la Banca d'Italia se fondent sur la considération que la fermeté de la lire italienne n'est que temporaire, et visent en particulier à éviter que la lire ne franchisse son seuil de divergence. Comme M. de Strycker l'a fait remarquer, l'atteinte de ce seuil susciterait sur les marchés des changes les attentes d'une modification de la parité de la monnaie italienne, alors qu'une réévaluation

n'aurait aucun fondement dans les données de base de l'économie italienne. En effet, le taux d'inflation devrait s'élever de 12% en 1978 à 13 à 14% en 1979, le déficit des finances publiques représente environ 15% du PNB et absorbe les trois quarts du total des flux financiers, la masse monétaire progresse actuellement à un rythme de 20% par an, bien que le rythme soit dû essentiellement à des facteurs d'ordre externe. En outre, de nouvelles négociations salariales commenceront prochainement. Tous ces facteurs suggèrent que la lire italienne restera une monnaie faible à moyen terme, et si la Banca d'Italia freine actuellement l'appréciation de la lire, qui est due d'ailleurs aussi à des facteurs saisonniers, elle cherche de la sorte à éviter une réévaluation qui devrait ensuite être corrigée dans le sens inverse.

M. Sarcinelli indique que la politique d'interventions intramarginales poursuivie par la Banca d'Italia s'explique par les raisons que vient d'exposer M. Baffi. Une telle politique est compatible avec le bon fonctionnement du SME, car elle atténue les tensions dans le cadre du mécanisme de change. Le choix du dollar EU comme monnaie d'intervention se fonde sur le fait que les règles du SME ne prévoient pas d'interventions intramarginales à la seule initiative d'une banque centrale dont la monnaie est temporairement forte. Aussi la Banca d'Italia avait-elle offert à la Banque Nationale de Belgique d'acheter des francs belges contre règlement au comptant en Ecus, mais cet arrangement n'a pu se réaliser pour diverses raisons. D'autre part, si la Banca d'Italia avait procédé à des achats de DM, elle aurait encore accentué les tensions à l'intérieur du SME, soit temporairement dans l'hypothèse d'un règlement au comptant en dollars EU en fin de journée, soit durablement si la Banca d'Italia avait détenu les deutsche marks dans ses réserves.

Ainsi, l'incompatibilité constatée entre la politique d'intervention de la Banca d'Italia et celle de la Deutsche Bundesbank est due à un manque de coordination, dans la CEE, des politiques de change vis-à-vis du dollar EU.

L'accord qui semble exister entre les autorités allemandes et américaines en vue de maintenir le cours du dollar EU à l'intérieur d'une certaine zone est de nature à créer, dans certaines circonstances, un conflit d'objectifs. Tout en appréciant l'effort fait par la Bundesbank pour combattre la poussée inflationniste importée à travers une appréciation du cours du DM vis-à-vis du dollar EU, on ne peut pas dénier que cette politique a contribué à renforcer des tensions au sein du SME.

M. Murray rappelle que dans le cadre d'un arrangement transitoire appliqué en attendant l'établissement d'un marché des changes développé à Dublin, la Central Bank of Ireland et gère le cours de la livre irlandaise, c'est-à-dire elle est prête à vendre ou à acheter sa monnaie à l'intérieur des marges. Au démarrage du SME, la banque centrale irlandaise a été confrontée à deux problèmes:

- l'état sous-développé du marché des changes à Dublin,
- la non-participation de la livre sterling dans le SME, monnaie qui joue le rôle dominant dans les relations extérieures de l'Irlande.

Dans le cadre de la gestion du cours de la livre irlandaise, la Central Bank of Ireland prend en considération deux objectifs: l'un est de ne pas créer de difficultés pour les autres partenaires du SME et jusqu'à présent la banque centrale irlandaise semble avoir réussi en la matière; l'autre est de nature opérationnelle, c'est-à-dire progresser dans la voie d'un marché des changes développé. A cette fin, l'écart entre les cours acheteur et vendeur est graduellement augmenté. Une telle augmentation a déjà été opérée il y a quelques semaines et une autre augmentation devrait intervenir encore mi-juin. Bien qu'il ne soit pas possible de faire des prévisions exactes quant à la date à laquelle l'objectif opérationnel sera atteint et la livre irlandaise devenue un membre "plein" du système, les autorités irlandaises sont aujourd'hui plus optimistes à cet égard qu'elles ne l'étaient au démarrage du SME.

M. Murray conclut en remerciant les autres banques centrales de la compréhension qu'elles ont manifestée à l'égard des problèmes particuliers de l'Irlande.

M. Emminger rappelle qu'il a déjà présenté de manière détaillée les considérations qui ont présidé aux interventions effectuées par la Deutsche Bundesbank et la Federal Reserve Bank of New York. Il se concentre sur les deux considérations principales qui n'ont pas perdu de validité jusqu'à présent, à savoir le fait:

- que la fermeté inattendue du dollar EU n'est pas fondamentale et durable et qu'il serait donc préjudiciable de laisser le cours de cette monnaie monter excessivement pour ensuite tomber brutalement;

- qu'il est dans l'intérêt de tous les pays de la CEE de ne pas ajouter aux effets inflationnistes de la hausse des prix en dollars EU des matières premières et du pétrole ceux d'une dépréciation des monnaies européennes vis-à-vis du dollar EU: le Président du Comité a mentionné, en avril, "l'intérêt de tous les Etats membres à éviter une hausse trop brutale, trop forte et trop permanente du dollar".*

Par ailleurs, la période de fermeté du dollar EU pourrait approcher de sa fin.

En outre, il est à souligner que les ventes de dollars EU contre DM se sont inscrites dans le cadre des mouvements exclusivement bilatéraux entre le DM et le dollar EU, comme le montre la variation des avoirs en DM détenus par des non-résidents, avoirs qui ont augmenté en 1978 de 15 milliards de DM pour se contracter à nouveau depuis mars 1979 d'un montant comparable. Les sorties de capitaux se sont dirigées vers les pays à l'extérieur de la CEE car si des pays de la CEE avaient été concernés, un fléchissement du cours du DM dans le SME aurait dû se produire.

Au démarrage du SME, le deutsche mark comme la couronne danoise n'occupaient pas dans la bande de fluctuations une position correspondant aux facteurs fondamentaux propres à ces deux monnaies. Le changement de la position du DM dans la grille de parités reflète bien la fermeté spontanée du DM qui compte parmi les monnaies les plus stables. D'autres pays ont également considéré comme normal de tenir compte des facteurs fondamentaux lorsqu'il s'agissait de situer le cours de leur monnaie dans la grille de parités. Les ventes de dollars EU par la Bundesbank, et les achats de la même monnaie par la Banca d'Italia ne constituent pas une incompatibilité. Ces interventions en sens contraires ont été tout à fait normales et correctes car dans les deux cas il ne s'agissait pas de flux de capitaux entre les deux pays concernés, mais plutôt des mouvements dans le cadre des relations avec l'extérieur de la CEE. Pour l'Italie, le mouvement correspondait aux importations des capitaux empruntés par les entreprises sur des marchés tiers par suite de l'existence du plafonnement du crédit bancaire.

M. Emminger souligne qu'il n'existe aucun accord sur un cours déterminé du dollar EU vis-à-vis du DM, comme cela a été confirmé récemment par

* Cf. procès-verbal de la 133e séance du Comité des Gouverneurs du 10 avril 1979, page 8.

les autorités américaines. La politique poursuivie par les autorités américaines et allemandes vise à éviter des fluctuations erratiques de la devise américaine. Par ailleurs, cette politique a recueilli le plein accord du FMI; celui-ci déplorait, au contraire, l'ampleur de la dépréciation que le DM a subi vis-à-vis du dollar EU. La politique d'intervention appliquée par la Bundesbank ne peut pas expliquer la faiblesse du franc belge: celui-ci aurait atteint de toute manière son point inférieur d'intervention, étant donné le déficit de la balance des paiements, car un tel déficit doit nécessairement être financé par des interventions de la banque centrale. Tout autre est la question de savoir s'il aurait été plus utile d'intervenir davantage en dollars EU et à l'intérieur des marges.

L'ampleur du déficit des finances publiques en Belgique et son accroissement substantiel dans une période de reprise de la conjoncture portent à penser que le déficit de la balance des paiements belge pourrait s'avérer durable. En outre, le cours du franc belge risque aussi d'être défavorablement influencé par le projet d'introduire la semaine de 36 heures avec maintien du salaire; cette mesure ne pourrait qu'affaiblir de façon durable la position extérieure de l'économie belge et elle constitue actuellement un facteur d'incertitude pour le marché des changes dont la disparition paraît souhaitable.

L'évolution des facteurs mentionnés ci-dessus détermine dans une large mesure l'ampleur du différentiel de taux d'intérêt suffisant pour stabiliser le franc belge. Si le déficit de la balance des paiements persiste et est accompagné d'une nouvelle perte de confiance dans le franc belge, le différentiel actuel de 3 points ne sera certainement pas suffisant. En effet, dans le cas du dollar, par exemple, un différentiel de taux d'intérêt de 6 à 7 points entre les Etats-Unis et l'Allemagne n'a pu arrêter la crise de change qui s'est produite l'année dernière, tandis qu'à présent, un différentiel de 4 points est plus que suffisant.

M. Emminger conclut en disant à propos de l'idée d'une escalade des taux d'intérêt que, dans un monde où le rythme d'inflation s'accélère, une hausse générale des taux d'intérêt est inévitable.

Le Président constate que les opinions de MM. Emminger et de Strycker divergent quant au risque d'une escalade des taux d'intérêt qui résulterait du maniement des taux d'intérêt comme arme pour défendre les monnaies nationales. Il rappelle que les taux à court terme aux Etats-Unis et sur le

marché de l'euro-dollar ont plafonné depuis un certain temps et il s'interroge sur l'opportunité de continuer dans la voie actuelle qui comporte le risque d'une aggravation de l'escalade des taux d'intérêt. Plus précisément, est-il sage que les autorités allemandes développent leur politique de relèvement des taux d'intérêt étant donné que le DM présente toutes les caractéristiques d'une monnaie forte et se trouve déjà au bord supérieur de la bande du SME ?

M. Emminger reconnaît qu'il faut toujours garder à l'esprit le danger d'une escalade des taux d'intérêt mais il souligne que récemment encore le différentiel entre les taux américains et les taux allemands a été si important qu'il a contribué à la faiblesse relative du DM et aux sorties des capitaux. Dans ces conditions, un relèvement des taux d'intérêt allemands qui étaient extrêmement bas, devenait inévitable. Ce relèvement n'a cependant éliminé qu'une partie du différentiel par rapport aux Etats-Unis et résultait essentiellement des forces du marché, les taux officiels de la Bundesbank ayant suivi ce mouvement. D'autre part, pour des raisons internes, la Bundesbank ne veut et ne peut pas agir contre cette hausse des taux d'intérêt car elle se trouve devant une expansion, voire une explosion des agrégats monétaires qui serait encore renforcée si les taux d'intérêt étaient maintenus à un niveau artificiellement bas.

M. Zijlstra indique qu'il partage largement les considérations de M. Emminger sur la situation à l'intérieur du SME et sur la politique d'intervention à l'égard du dollar EU. Il émet cependant certains doutes sur le raisonnement concernant l'évolution des taux d'intérêt. Certes, dans le cas de l'Allemagne, la situation interne appelle une politique monétaire plus restrictive, mais il faut garder aussi à l'esprit les conséquences d'une telle action sur la position du DM dans le SME. Cette monnaie est considérée comme une monnaie forte et les anticipations de taux de change vont plutôt dans le sens d'une appréciation que d'une dépréciation du DM. Dans ces conditions, un relèvement de la rémunération sur le DM doit nécessairement se traduire par des entrées de capitaux; ces dernières pourraient prendre une telle ampleur que, d'une part, l'efficacité de la politique monétaire allemande serait sérieusement compromise; que d'autre part, les anticipations d'une appréciation du taux de change du DM se réaliseraient d'elles-mêmes ("self-fulfilling prophecy"). M. Zijlstra se demande donc si la politique allemande de taux d'intérêt:

- n'est pas "self defeating" sur le plan de l'efficacité de la politique monétaire,
- ne pose pas de difficultés pour les autres pays participant au SME du fait qu'elle conforte les attentes d'une appréciation du DM.

Le Président fait remarquer, à titre personnel, qu'il partage entièrement l'opinion exprimée par M. Zijlstra.

M. Ortoli constate que les tensions à l'intérieur du SME, qui d'ailleurs sont relativement limitées, semblent être dues à deux catégories de raisons: d'une part, la faiblesse spécifique d'ordre structurel ou conjoncturel de certaines monnaies, d'autre part la gestion de la politique monétaire externe et interne des monnaies dominantes de la CEE. S'il n'y a pas de divergence d'opinion sur l'orientation générale à retenir, notamment dans la relation avec le dollar EU, il faudrait néanmoins examiner plus à fond la question de savoir si, tout en gardant la ligne générale directrice, la mise en oeuvre d'autres techniques que celles appliquées dans les derniers mois n'aurait pas pu éviter certaines des difficultés.

A cette fin, il serait utile, d'une part d'étudier les effets qu'auraient eu d'autres techniques dans les conditions régnant au cours du mois de mai, d'autre part de songer aux possibilités de renforcer la concertation entre les banques centrales.

En ce qui concerne la politique des taux d'intérêt, il importe que les pays de la CEE poursuivent une ligne commune compatible avec l'évolution de l'économie générale.

M. Ortoli partage largement les opinions exprimées par MM. Lamfalussy, de Strycker et Hoffmeyer, en particulier sur les ajustements des cours-pivots. Le Danemark est confronté avec des problèmes de caractère structurel auxquels s'ajoute encore celui de l'enchérissement du pétrole qui est particulièrement sensible pour un pays dont les besoins en énergie doivent être couverts à 100% par des importations. Il est à noter, pour la Belgique, que si les problèmes en matière de finances publiques ne peuvent pas être résolus, le franc belge restera inévitablement soumis à des pressions à la baisse.

M. Ortoli conclut en disant que le SME est un système d'exigences extrêmes; pour répondre à ces exigences, il faut s'assurer, au moyen d'analyses ex ante et de vérifications ex post, que toute politique nationale est bien intégrée dans la ligne de la politique communautaire et n'est pas incompatible avec celle-ci.

Le Président signale qu'il a été invité, en sa qualité de Président du Comité des Gouverneurs, à faire un bref exposé sur les trois premiers mois d'expérience du SME lors des prochaines sessions du Conseil des Ministres des Finances et du Conseil européen à Strasbourg. A la lumière de la discussion de ce jour, les conclusions suivantes peuvent être tirées:

- Plusieurs Gouverneurs, et notamment ceux dont la monnaie est menacée, ont exprimé l'idée que, dans l'état actuel, il n'y a pas lieu de procéder à des changements de parités. En complément des arguments avancés par ces Gouverneurs, on peut ajouter que le SME a été conçu pour établir en Europe un régime de changes stables mais ajustables, mais que si on modifiait déjà les parités, après trois mois seulement, l'opération ne devrait pas susciter beaucoup d'enthousiasme. D'autre part, tout en admettant que des changements de parités seront inévitables dans l'avenir, il faudrait néanmoins essayer d'en parler le moins possible et d'en limiter le nombre et la fréquence. Dans ce contexte, serait bienvenue toute aide qui pourrait être apportée aux pays dont la monnaie est faible, soit sur le plan communautaire, soit sur une base bilatérale.
- En ce qui concerne la politique vis-à-vis du dollar EU, il a été reconnu que tous les pays de la CEE ont intérêt à un dollar aussi stable que possible et que la politique de freinage de la hausse du dollar a été compatible avec cet intérêt. Toutefois, cette politique d'intervention en dollars a conduit à une stabilisation qui semble, début juin, assez bonne, d'autre part elle constitue un domaine d'intérêt communautaire qui doit être combiné avec d'autres considérations.
- La politique de taux d'intérêt est également un domaine d'intérêt communautaire, et une escalade des taux signifierait un échec de la coordination. En vue d'éviter un tel risque, il sera nécessaire de concilier les préoccupations nationales avec les préoccupations communautaires. Si l'on veut assurer un fonctionnement harmonieux du SME et le succès de celui-ci, les préoccupations communautaires doivent commander tant la politique de taux d'intérêt que celle à l'égard du dollar, et plus généralement doivent inspirer l'action des banques centrales de la CEE dans tous les domaines.

Dans cet esprit, le Président souligne que le Comité devrait, dans les mois à venir, procéder à chaque séance, en priorité, à un échange de vues,

d'une part sur les politiques d'intervention, d'autre part sur les politiques de taux d'intérêt. Il propose que la question des instruments de la politique monétaire (cf. point IV de l'ordre du jour) soit discutée en juillet car elle pose des problèmes qui touchent tous les Etats membres, même si certains sont concernés plus que d'autres. En outre, elle mérite un examen approfondi qui, vu l'heure, ne pourrait avoir lieu aujourd'hui, alors qu'en juillet le Comité pourrait prévoir une plus longue séance jusqu'à 13 h ou 13 h 30, et pourrait inviter M. Bastiaanse à introduire le rapport du groupe d'experts.

4. Echange de vues sur la suite à donner à la demande formulée par la Federal Reserve Bank of New York d'être raccordée au réseau téléphonique spécial de concertation (cf. l'exposé fait par M. Théron sous point B, 2)

Le Président rappelle qu'il y a deux catégories de séances de concertation: les séances quotidiennes comportant principalement un échange d'informations et les séances hebdomadaires de nature plus poussée; en outre, il n'est pas exclu qu'il s'y ajoute, à l'avenir, d'autres types de concertations plus développées.

M. Heyvaert souligne que la question d'un raccordement éventuel de la Federal Reserve Bank of New York n'a pas encore fait l'objet d'une discussion au sein du groupe d'experts. En ce qui concerne les aspects techniques et matériels de la question, il signale qu'éventuellement le raccordement ne serait possible que si la capacité des installations techniques était augmentée au moyen de certains investissements relativement chers. En tout état de cause, le raccordement fera augmenter les redevances d'abonnement qui sont actuellement réparties selon la formule suivante: 1/11e est à la charge de chacun des abonnés non membres de la CEE, le solde étant réparti entre les banques centrales de la CEE selon la clé dans le soutien monétaire à court terme.

M. Emminger marque son accord de principe sur le raccordement de la Federal Reserve Bank of New York au réseau téléphonique spécial; s'il y avait des difficultés techniques pour ce raccordement, il faudrait prévoir que le président du jour fasse rapport à la Federal, formule qui est déjà en vigueur mais qui pourrait être développée davantage.

M. Richardson se prononce également en faveur d'un raccordement de la Federal qui aurait donc la possibilité de participer directement à la concertation sur une base multilatérale.

M. Murray se rallie à l'opinion exprimée par les deux orateurs précédents.

M. de Strycker s'interroge sur les motifs qui ont amené la Federal à formuler une telle demande et sur les avantages que le raccordement de la Federal apporterait au SME.

M. Théron précise qu'il n'a pas été approché directement par les autorités américaines.

M. Heyvaert souligne que la Federal participe déjà indirectement à la concertation en ce sens que le président du jour fait un rapport succinct à son homologue américain. Jusqu'à présent, cette procédure a donné toute satisfaction aux autorités américaines mais la mise en oeuvre de la concertation hebdomadaire spéciale a éveillé leur intérêt pour un raccordement au réseau téléphonique.

M. Baffi est également favorable à la demande américaine pour les trois raisons ci-après:

- Comme M. Heyvaert l'a mentionné, la concertation devient de plus en plus engagée; son intérêt ne pourrait qu'augmenter si la Federal y participait.
- Etant donné l'interdépendance des marchés monétaires américains et européens, la présence des autorités américaines dans les discussions serait souhaitable.
- Il serait étrange de vouloir définir une politique d'intervention en dollars EU sans la participation des autorités qui sont responsables de cette monnaie.

M. Posthumus Meyjes exprime l'accord de la Nederlandsche Bank sur la demande de la Federal.

M. Hoffmeyer marque sa compréhension pour le souhait formulé par la Federal d'être associée plus directement aux concertations et pense qu'il serait difficile de traiter la Federal différemment des autres banques centrales.

M. de Strycker se montre surpris du fait que la participation de la Federal n'ait été évoquée qu'au niveau technique, car il s'agit d'une question importante qui soulève des problèmes de principe. L'accès des Américains à la concertation suppose tant de la part des pays de la CEE que du côté

des interlocuteurs américains la compréhension réciproque sur les buts de cette concertation. En effet, il importe que les autorités américaines ne se limitent pas à recueillir les résultats des réflexions engagées par les pays membres, mais acceptent d'apporter leurs propres réflexions et contributions. Ce problème est d'une importance qui justifie un examen avec la Federal au niveau le plus haut.

Le Président propose de réfléchir aux problèmes que soulève le raccordement éventuel de la Federal au réseau téléphonique en vue de reprendre la question lors de la prochaine séance. Les réflexions pourraient s'inspirer des deux considérations ci-après qui sont un peu en sens contraires:

- Il existe déjà une concertation entre les autorités américaines d'une part, et les banques centrales de la CEE ou certaines d'entre elles d'autre part, ce qui conduirait à penser qu'on pourrait songer à une consolidation ou institutionnalisation de cette concertation.
- En revanche, il faudrait éviter que la Federal ne puisse prendre prétexte de cette consolidation pour demander de participer, à l'avenir, à toute concertation plus développée et à quelque niveau que ce soit, que les banques centrales de la CEE pourraient dési-
rer organiser entre elles.

Le Président propose d'inviter les Suppléants à réfléchir à la question en cause et à faire rapport aux Gouverneurs lors de la séance de juillet.

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

III. Poursuite de l'examen de la coordination des politiques monétaires dans la Communauté sur la base du Rapport No 14 établi par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse et des réflexions que M. Lamfalussy présentera en séance

En raison de l'heure avancée, le Comité ne procède pas formellement à cet examen qui de toute manière a été en partie couvert par le débat sur les politiques d'interventions et de taux d'intérêt.

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

Le Comité convient de remettre ce point à l'ordre du jour de la prochaine séance.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Quote-part de la Banque de Grèce dans le soutien monétaire à court terme

M. Schleiminger signale que l'annexe au Traité d'adhésion de la Grèce à la CEE fait référence à une décision prise le 13 mars par les Gouverneurs des banques centrales de la CEE par laquelle une quote-part aurait été attribuée à la Banque de Grèce dans le soutien monétaire à court terme. Or, le 13 mars 1979, aucune décision n'a été prise par les Gouverneurs en la matière; ces derniers ont seulement exprimé à l'époque leur sentiment sur l'ampleur appropriée de la quote-part grecque, tout en précisant que le soutien monétaire à court terme relève de la compétence des Gouverneurs et que seuls ceux-ci, et non le Conseil des Ministres, peuvent négocier avec la Grèce la quote-part dans ce mécanisme de crédit. Pour obtenir donc de plein droit une quote-part dans le soutien monétaire à court terme, la Banque de Grèce devrait entrer en négociation avec les Gouverneurs des banques centrales de la CEE en vue d'un accord formel à signer par toutes les banques centrales participantes.

Le Président propose d'inviter les Suppléants à examiner la situation et à faire rapport au Comité lors de la prochaine séance.

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle le mardi 10 juillet 1979 à 10 heures et, comme il a été dit au point II, elle pourrait être prolongée jusqu'à 13 heures ou 13 h 30.

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

MAI 1979

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation* et les interventions de celles-ci durant le mois de mai et les premiers jours de juin 1979.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Dans des marchés un peu plus agités, le dollar est resté bien orienté pendant la plus grande partie du mois cependant que les tensions apparues dans le système monétaire européen en avril se sont maintenues et même quelque peu accentuées.

Au sein du dispositif européen, les positions relatives des monnaies autres que le franc belge et la lire italienne ont subi des modifications.

Le franc belge est demeuré au plus bas du dispositif de change. A Bruxelles, l'Ecu a franchi son seuil de divergence (après correction de l'indice), le 3 mai. La Banque Nationale de Belgique a alors pris diverses mesures monétaires: relèvement du taux d'escompte de 6 à 8% en deux étapes, recours aux emprunts extérieurs, diversification des interventions. A partir du 18 mai, le franc belge, qui avait été en opposition avec la couronne danoise au début du mois, s'est rapproché de son plancher vis-à-vis du franc français et du mark allemand et a dû ensuite, à plusieurs reprises, faire l'objet d'interventions au cours limite de la monnaie allemande.

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

L'évolution la plus caractéristique n'en a pas moins été celle de la couronne danoise. Encore en tête du groupe des monnaies européennes à marge limitée au début du mois, la couronne a ensuite constamment perdu du terrain, son fléchissement s'accélégrant durant la seconde quinzaine au point d'amener la Danmarks Nationalbank à soutenir sa monnaie. Le recul de la rémunération de celle-ci dans un contexte de plus ample liquidité bancaire et des prévisions assez pessimistes d'un "Conseil des Sages" sur l'économie danoise expliquent ce renversement de tendance.

Les autres monnaies du bloc européen ont connu une évolution moins tranchée. Toutefois, le mark allemand a marqué une nette progression et se situait, en fin de mois, en haut de la marge de 2,25% vis-à-vis du franc belge et non loin de cette limite par rapport à la couronne danoise. Les répercussions techniques des ventes de dollars EU effectuées par la Deutsche Bundesbank (et en même temps des achats de deutsche marks effectués par la Federal Reserve Bank of New York) sur le marché des changes ont contribué à ce développement car, par suite de ces opérations, le deutsche mark s'est moins déprécié au cours du mois vis-à-vis du dollar EU que les autres monnaies participant au SME.

Le florin a légèrement fléchi, non sans que la Nederlandsche Bank ait freiné quelque peu le mouvement et procédé à un relèvement du taux d'escompte de 6 1/2 à 7%. La Central Bank of Ireland a continué de régulariser le cours de change de la livre irlandaise, à l'intérieur de la marge SME, dans le cadre d'un arrangement transitoire. Dans le contexte de cette politique, elle a permis à la monnaie irlandaise de se déprécier légèrement au cours du mois sous revue vis-à-vis des autres monnaies du SME. Le franc français a fait preuve d'une plus grande irrégularité, tout au moins dans la dernière décade. Les pressions d'ordre essentiellement psychologique, ont nécessité un soutien momentané de la Banque de France, puis se sont complètement dissipées en fin de mois.

La lire italienne, évoluant dans sa marge élargie de 6%, a progressé d'environ 1% pendant les trois premières semaines pour se stabiliser ensuite.

Quant à la livre sterling, elle a encore vivement progressé. Sans doute, dans les premiers jours de mai, quelques ventes bénéficiaires au lendemain d'élections dont le résultat avait été anticipé par les opérateurs, et des inquiétudes sur l'évolution du taux d'inflation ont-elles pesé momentanément sur la livre. Mais des déclarations de certains membres du nouveau gouvernement

et le niveau toujours relativement élevé des taux britanniques ont suffi pour relancer la hausse du sterling.

L'évolution de l'Ecu vis-à-vis des principales monnaies résume ces divers mouvements. S'il fléchit à Londres de 1%, il enregistre un plus faible recul (0,37%) à Francfort. L'évolution des indicateurs de divergence traduit cependant plus clairement l'avance du deutsche mark vis-à-vis de chacune des autres monnaies de la grille de parités. Partout ailleurs, l'Ecu progresse: légèrement à Paris (+ 0,3%), un peu plus à Bruxelles, Amsterdam et Dublin (de + 0,6 à + 0,7%) et beaucoup plus nettement à Copenhague (+ 2,4%). Au cours du mois, l'Ecu s'est, à Bruxelles, considérablement rapproché de son écart maximal, tandis que le 1er juin il franchissait à Copenhague son seuil de divergence.

Le dollar des Etats-Unis a continué de s'apprécier. Toutefois, en fin de mois, sa hausse s'est ralentie: la publication d'un déficit commercial plus important que prévu (dollars 2,15 milliards en avril contre dollars 821 millions en mars) et d'un indice des prix de détail faisant ressortir un rythme annuel d'inflation de 10,4% a exercé une influence dépressive sur la monnaie américaine dont, par ailleurs, la rémunération plafonne dans un climat mondial de hausse des taux d'intérêt.

Le dollar canadien a été affecté par les résultats décevants du commerce extérieur et la diminution des entrées de capitaux. Fléchissant de 1,6% vis-à-vis du dollar des Etats-Unis en dépit du soutien de la banque centrale, la monnaie canadienne a presque reperdu son avance du mois d'avril.

A l'inverse, le yen japonais termine en léger progrès contre dollar. Son évolution a été très contrastée; l'impression, confirmée par une déclaration du Premier Ministre Ohira, qu'une stabilisation serait opportune après la baisse rapide enregistrée ces derniers mois, a exercé une influence favorable dans la première quinzaine, le dollar fléchissant à Tokyo jusqu'à yens 212,70 le 15 mai, soit près de 4% par rapport à fin avril. La persistance des problèmes d'approvisionnement pétrolier et l'évolution préoccupante du taux d'inflation ont contribué à effacer une bonne partie de l'avance précédente.

Le franc suisse a fait preuve de bonnes dispositions dans un marché toujours contrôlé par les autorités monétaires soucieuses de stabiliser sa relation de change avec le mark allemand. Il a été procédé à l'allègement, en fin de période, du dispositif pris pour la sauvegarde de la monnaie, et le resserrement de la liquidité a amené la Banque Nationale Suisse à prêter des francs en swaps contre dollars au système bancaire pour des montants importants.

Les couronnes norvégienne et suédoise ont été favorablement orientées, évoluant de façon à peu près parallèle au dollar. Dans les deux cas, la banque centrale a exercé une action de freinage sur une tendance fondamentalement ferme.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Pour le troisième mois consécutif, les banques centrales participant à la concertation ont été dans l'ensemble, par solde vendeuses nettes de dollars. Le total net des cessions, y compris la contrepartie des achats de monnaies européennes par la Federal Reserve Bank of New York - marks allemands quasi exclusivement - s'est élevé à environ 8 milliards de dollars comme en avril.

Les ventes brutes, dont le total a atteint 10,2 milliards de dollars, ont été principalement effectuées contre francs suisses, marks allemands et yens japonais. Contre marks allemands, des opérations se sont réparties entre New York et Francfort dans la proportion de 1/4 à 3/4.

Le Canada a également été un très important vendeur de dollars. Les cessions de la France, des Pays-Bas, de la Belgique et du Danemark ont été moindres.

Les achats bruts de dollars, qui ont atteint 2,2 milliards de dollars, ont surtout été le fait de l'Italie, et, accessoirement, de la Norvège.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions des banques centrales du système monétaire européen ont mis en jeu l'équivalent de 700 millions de dollars environ.

Sur ce total, près de la moitié a été effectuée dans le cadre du soutien au franc belge à son cours plancher contre couronne danoise pour un montant minime d'abord, contre mark allemand ensuite. La Banque Nationale de Belgique est également intervenue à l'intérieur des marges pour des montants moins importants en francs français, en marks allemands et en couronnes danoises.

En fin de mois, la Danmarks Nationalbank, la Nederlandsche Bank et surtout la Banque de France ont procédé à des ventes de marks allemands à l'intérieur des limites.

Enfin, la Central Bank of Ireland a effectué de notables cessions de sterling dans le cadre de sa politique de régulariser continuellement le cours de la livre irlandaise à l'intérieur de la bande de fluctuation du SME.

Pendant la première semaine de juin, le dollar a conservé sa bonne orientation.

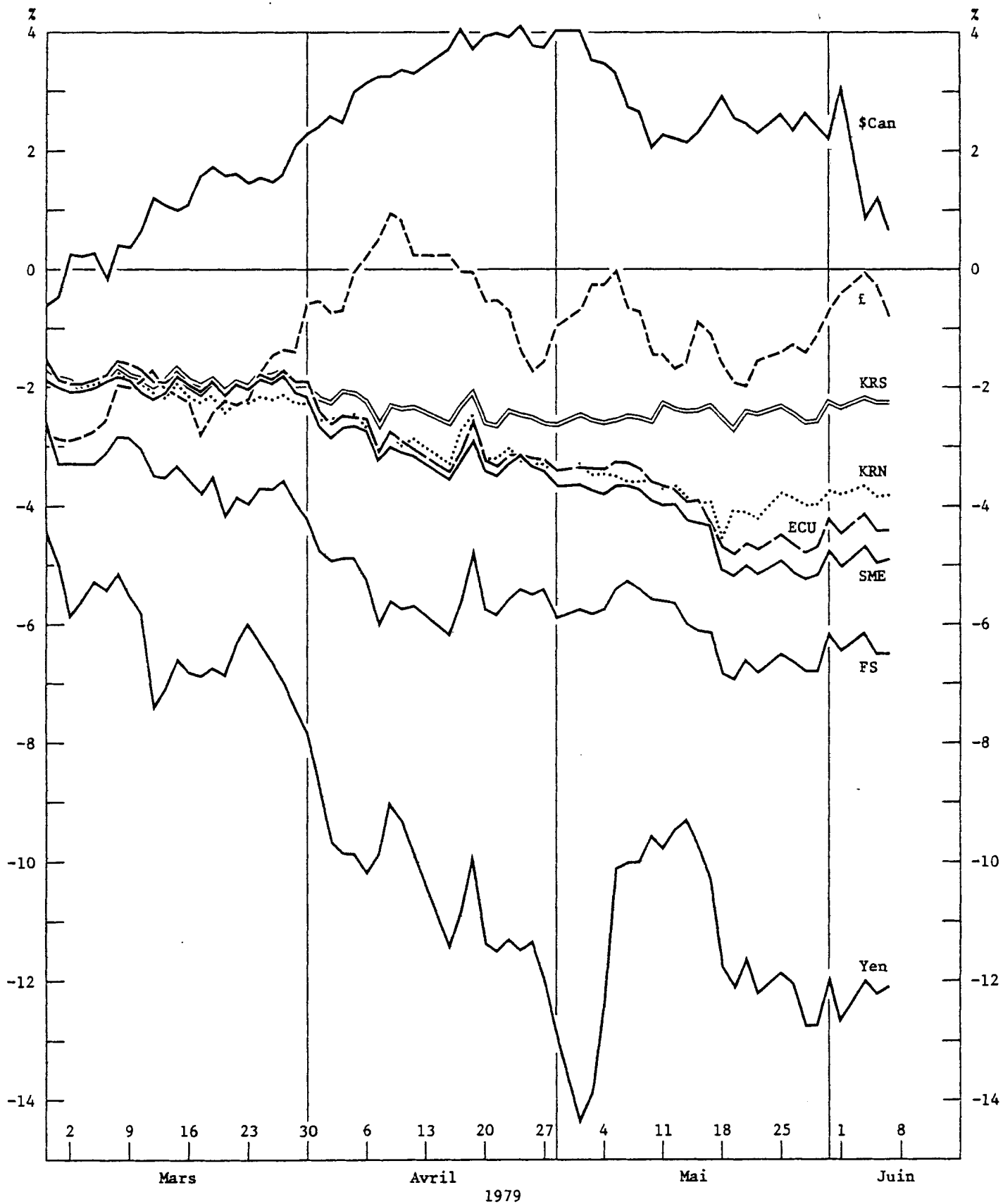
Parmi les monnaies du SME, la couronne danoise s'est encore affaiblie, jusqu'à toucher son point inférieur d'intervention à Francfort. Le sterling pour sa part, est demeuré ferme.

Le dollar canadien s'est de nouveau effrité.

Les interventions en dollars des Etats-Unis ont été, globalement, presque équilibrées; la Bank of England et la Banca d'Italia ont figuré parmi les principaux acheteurs, tandis que la Bundesbank poursuivait ses ventes et que la Danmarks Nationalbank effectuait des cessions relativement importantes.

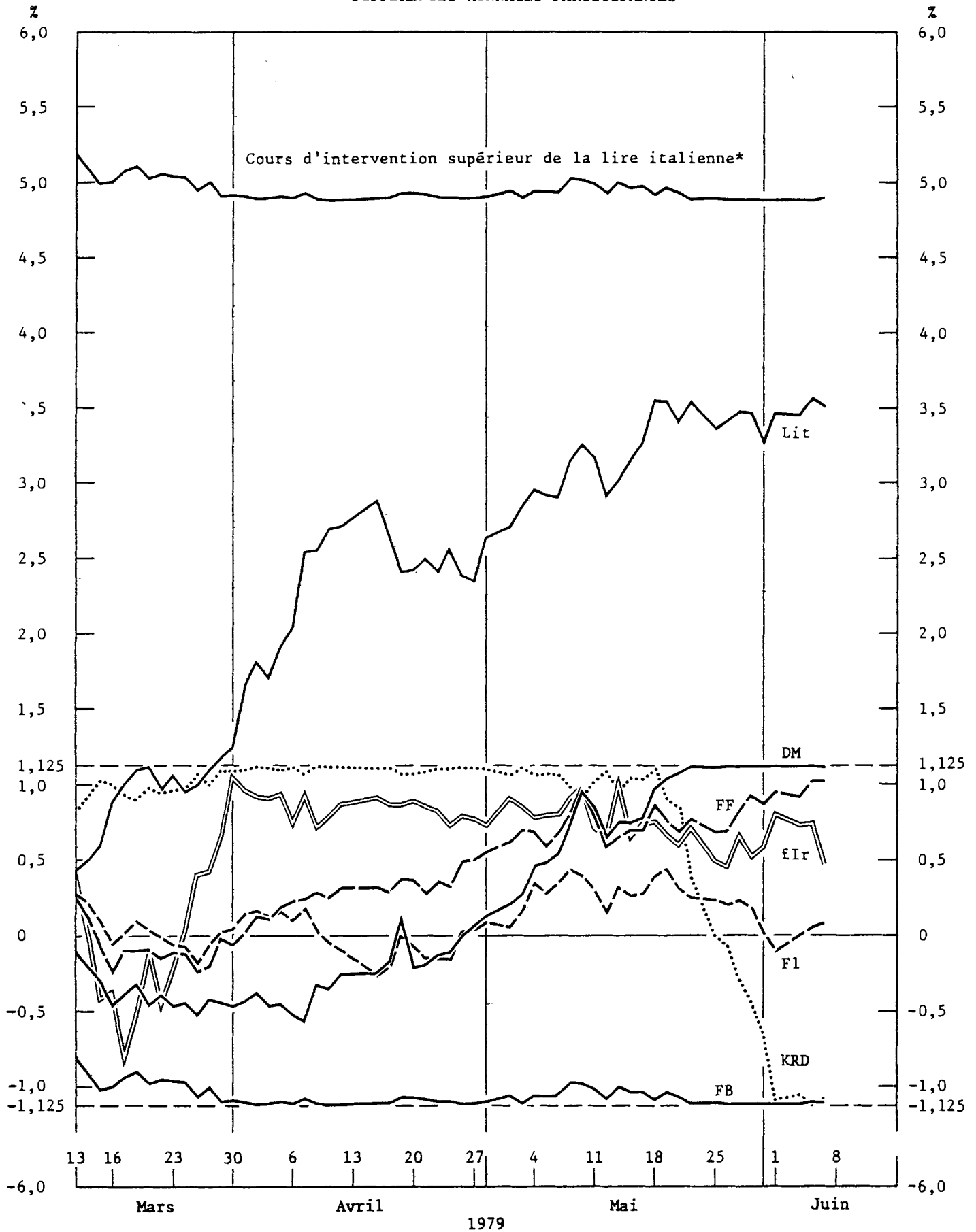
Les interventions en monnaies communautaires ont porté sur une contre-valeur d'un peu plus de \$600 millions; elles ont constitué un soutien, apporté au travers du mark, aux monnaies belge et danoise, pour des montants pratiquement équivalents. Dans le même temps, la Federal Reserve Bank of New York poursuivait ses achats de marks contre dollars.

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



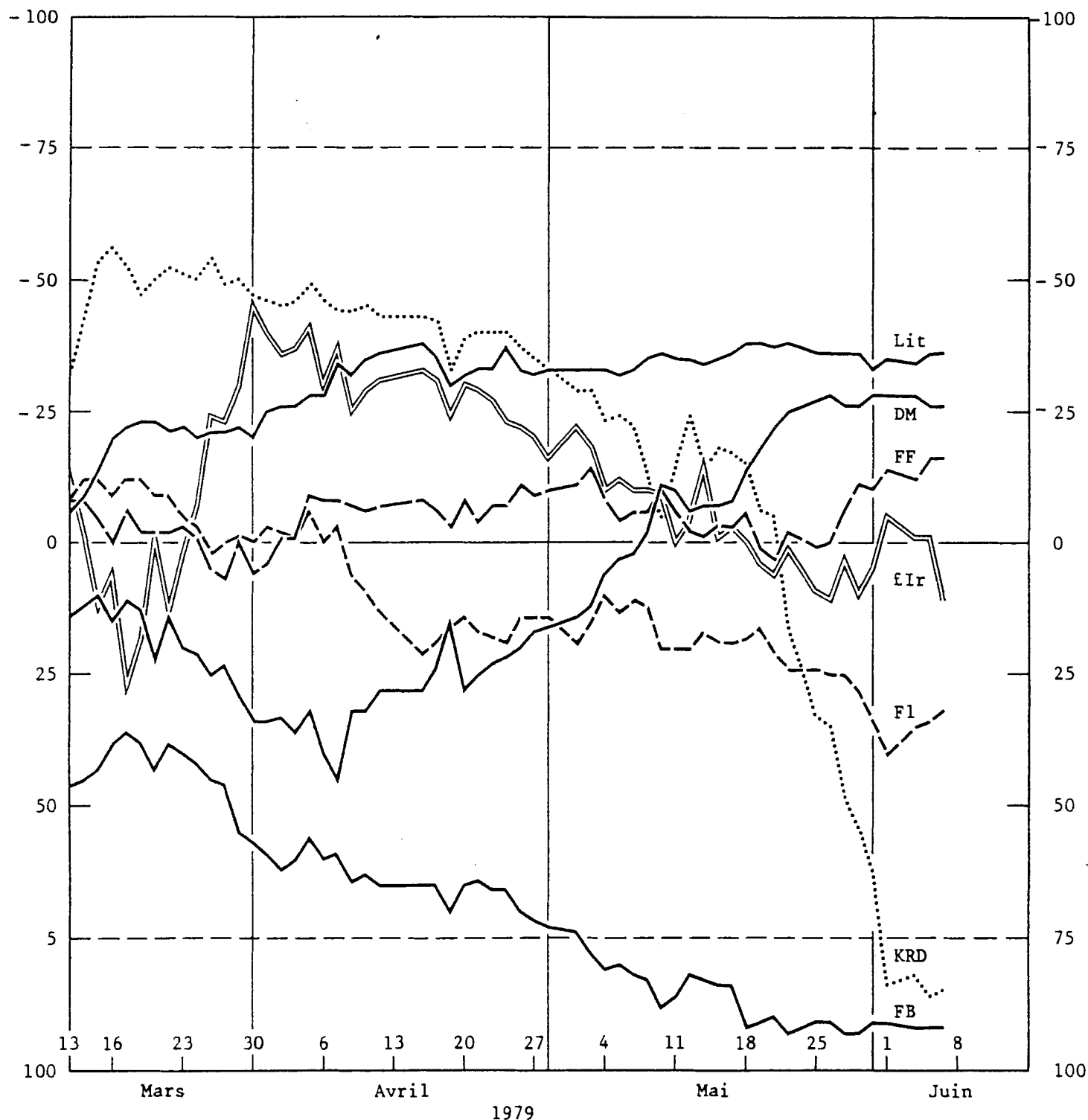
*ECU 1,3773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;
 £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

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



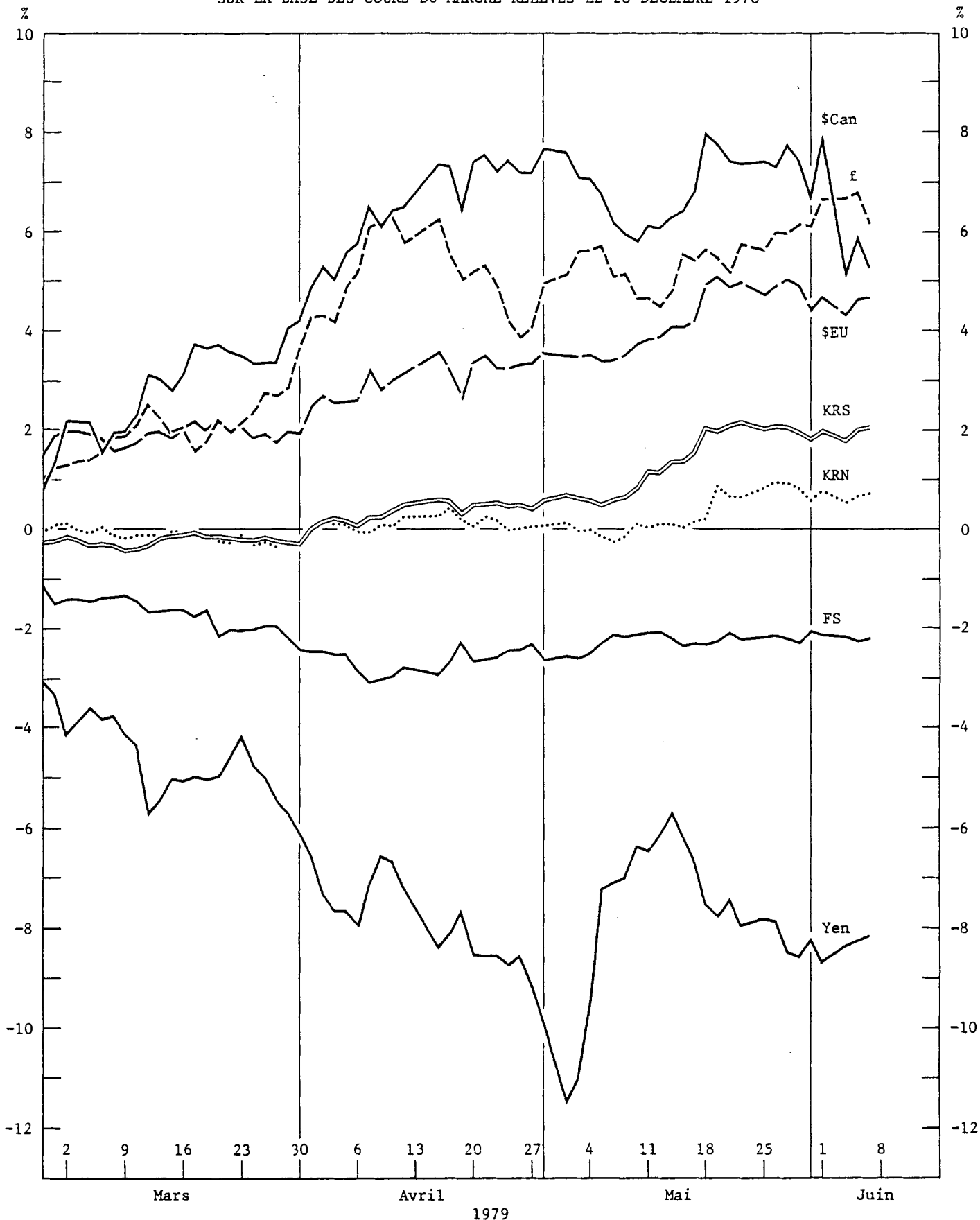
* Le cours d'intervention supérieur de la lire italienne représente l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

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 des diverse 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.