

PROCES-VERBAL *
DE LA CENT-CINQUANTE-TROISIEME SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 MARS 1981 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par MM. Mikkelsen et Dalgaard; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke et von Rosen; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Zolotas, accompagné par MM. Chalikias, Papaefstratiou et Papageorgiou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; le Directeur Général de la Central Bank of Ireland, M. Breen, accompagné par M. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász, Boot et de Boer; 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. Assiste en outre le Président du groupe d'experts, M. Heyvaert. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, 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 152e séance

Le procès-verbal de la 152e séance, tenue le 10 février 1981, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

* Texte définitif, approuvé selon la procédure convenue lors de la séance 14 avril 1981 et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intra-communautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE: Présentation par M. Heyvaert du rapport concernant l'évolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de mars et des premiers jours d'avril 1981; Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE; Séries statistiques mensuelles

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

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et constate que le rapport est adopté par le Comité.

M. de Strycker estime utile de présenter quelques commentaires sur la situation du franc belge. Ce dernier a déjà fait preuve depuis longtemps d'une faiblesse relative dans le SME sous l'impact d'un déficit très important de la balance des paiements courants qui est dû pour la plus grande partie à la hausse des prix du pétrole et autres produits énergétiques. Le gouvernement belge a pris certaines mesures pour corriger les déséquilibres fondamentaux de l'économie belge et l'examen d'autres actions de politique économique est en cours. L'impact de ces mesures ne peut pas être immédiat et il faut donc s'attendre à la poursuite du déficit des transactions courantes dans les mois à venir.

En dépit de la tendance à la faiblesse, le franc belge est resté en dessous de son seuil de divergence jusqu'à mi-février car d'autres monnaies, en particulier le deutsche mark, ont également fait preuve d'une faiblesse relative jusqu'à cette date. Le fait que le franc belge ait franchi ce seuil de divergence depuis lors ne reflète pas un changement de la situation de la monnaie belge; il s'agit plutôt du résultat de la hausse brutale des taux d'intérêt en Allemagne et, partant, du raffermissement du deutsche mark. Néanmoins, la Belgique n'a pas manqué de réagir au franchissement du seuil de divergence par des mesures de politique monétaire; ces mesures ont porté sur:

- un relèvement d'un point du taux des avances,
- un relèvement de 1 à 1 1/4 point, selon l'échéance, des taux auxquels sont souscrits les bons du Trésor à court terme.

En revanche, le taux d'escompte officiel n'a pas été relevé en vue de freiner l'adaptation à la hausse des taux auxquels les banques consentent leurs crédits à l'économie. En effet, étant donné l'état

conjoncturel de l'économie belge et le rythme d'inflation relativement modéré (7%), il semble peu approprié que ces taux qui ont déjà atteint un niveau très élevé (aux alentours de 14 à 15%) montent encore davantage. Toutefois, dans la mesure où la hausse des taux du marché monétaire continue, une telle adaptation ne pourra guère être évitée. Le niveau élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis et la hausse brutale des taux en Allemagne gênent donc beaucoup la poursuite de la politique économique de la Belgique, qui ne peut cependant pas se soustraire à ces développements.

III. Echange de vues, sur la base d'une étude et d'une courte note de M. Lamfalussy, sur les problèmes que pose pour les pays de la CEE l'actuelle politique monétaire des Etats-Unis

Avant d'inviter M. Lamfalussy à présenter les deux documents susmentionnés, le Président tient à exprimer son appréciation tant pour la lucidité élégante de l'essai que pour l'intérêt de la note sur les points principaux.

M. Lamfalussy fait remarquer, à titre préliminaire, que la courte note sur les points principaux a été rédigée avant la prise des décisions récentes de la Deutsche Bundesbank et de la Banque Nationale Suisse. Ladite note insiste beaucoup sur la nécessité d'opérer une nette distinction entre, d'une part, l'orientation anti-inflationniste de la politique monétaire américaine (la "policy stance") et, d'autre part, la technique spécifique de régulation monétaire pratiquée par la Réserve Fédérale depuis octobre 1979.

Bien qu'on puisse formuler certaines réserves à l'égard de l'efficacité d'une politique monétaire à laquelle incombe le fardeau exclusif de la lutte contre l'inflation, l'orientation anti-inflationniste de la politique monétaire américaine ne mérite pas de critiques car on peut soutenir que la maîtrise de l'inflation américaine est, à plus long terme, dans l'intérêt de l'Europe. En revanche, il y a de bonnes raisons pour critiquer la technique spécifique de régulation monétaire; la mise en place de cette dernière a abouti à une forte instabilité des taux d'intérêt à court terme; on a pu observer à la fois de profonds cycles s'étendant sur plusieurs mois et une grande volatilité au jour le jour, voire heure par heure.

L'instabilité des taux d'intérêt à court terme présente des inconvénients évidents tant pour l'économie internationale que pour l'économie américaine elle-même. L'économie internationale souffre des mouvements de taux de change non nécessaires, tandis qu'aux Etats-Unis l'instabilité des taux d'intérêt à court terme a pour effet:

- d'entretenir un climat général d'incertitude,
- de provoquer de la confusion dans l'esprit des agents économiques au sujet de l'orientation générale de la politique monétaire,
- de dérégler le fonctionnement des marchés et de l'intermédiation financière en faisant apparaître périodiquement une courbe de rendement inversée.

Comme ces inconvénients sont bien perçus par de nombreux Américains, il n'est pas tout à fait exclu que les remarques critiques qui seraient formulées par les autorités monétaires européennes, à condition qu'elles soient bien étayées, tombent dans des oreilles réceptives, encore faudrait-il tenir compte du fait que c'est avant tout pour des raisons d'opportunité politique que la nouvelle technique fut adoptée le 6 octobre 1979. Le "Federal Open Market Committee" (FOMC), dont la composition est loin d'être homogène, ne parvenait pas à prendre la décision de relever le taux des fonds fédéraux avec une vigueur suffisante pour freiner effectivement la croissance du stock monétaire. Le passage à la nouvelle technique l'a dispensé de cette décision délicate; le marché s'en est chargé.

Au sujet des mesures prises récemment par la Deutsche Bundesbank, M. Lamfalussy indique qu'on ne peut que se féliciter de cette action tout en se rendant compte des difficultés que présente la hausse des taux d'intérêt en Allemagne pour la situation des autres pays participant au mécanisme de change du SME, en particulier la Belgique. En effet, une dépréciation additionnelle des monnaies du SME vis-à-vis du dollar mettrait en péril la lutte contre l'inflation dans les pays européens. Toutefois, il serait souhaitable que la Deutsche Bundesbank soit en mesure d'éviter des fluctuations très fortes au jour le jour des taux d'intérêt telles qu'elles ont été observées récemment.

M. Hoffmeyer fait remarquer que les autorités américaines devraient considérer illogique toute critique formulée à l'égard de l'orientation générale de leur politique monétaire. D'autre part,

l'analyse faite par M. Lamfalussy appelle trois remarques. La première concerne le degré de volatilité des taux d'intérêt américains. En effet, il n'est pas sûr que ces taux d'intérêt aient été plus volatiles que ceux des pays européens si les mouvements sont mesurés en termes relatifs et non en termes absolus tel que cela a été fait par M. Lamfalussy. La deuxième remarque touche la question de la longueur de la "période d'apprentissage" à la suite d'un changement de la technique de régulation monétaire. Au Danemark, il a fallu chaque fois environ un à deux ans jusqu'à ce que les opérateurs se soient adaptés à des changements de technique introduits en 1969 (où la banque centrale s'est retirée entièrement du marché des capitaux) et en 1975 (lorsque l'accès du système bancaire aux facilités de banque centrale a été limité).

Enfin, il est à noter, comme l'a démontré l'histoire monétaire, que dans les périodes de taux d'intérêt élevés les taux à court terme augmentent toujours plus que les taux à long terme. Le phénomène de la courbe de rendement inversée n'est donc pas le résultat d'une technique particulière de la politique monétaire, mais plutôt celui de la politique monétaire elle-même.

M. Lamfalussy répond que la volatilité des taux d'intérêt a augmenté non seulement en termes absolus, mais aussi en termes relatifs. Cette constatation s'applique à l'ampleur tant des mouvements entre les cycles qu'aux variations au jour le jour. En ce qui concerne la longueur de la "période d'apprentissage", M. Lamfalussy admet que tout changement de technique du contrôle monétaire créé nécessairement des inquiétudes. Il est cependant à noter que les autorités monétaires américaines changent sans arrêt leurs techniques. En octobre 1979, elles ont introduit la technique de régulariser la croissance monétaire à travers le contrôle des réserves bancaires. Cinq mois après, elles sont passées au contrôle direct du crédit bancaire, contrôle qui a été abandonné quelques semaines plus tard. Ensuite, la définition des agrégats monétaires a été changée et, à l'heure actuelle, la "Federal Reserve" songe à réviser le système de réserves obligatoires en passant de la comptabilisation différée à la comptabilisation contemporaine. Toutes ces innovations, qui sont d'une importance vitale pour la gestion des actifs et des passifs des banques, ont pour effet de prolonger chaque fois le processus d'apprentissage.

Enfin, M. Lamfalussy admet que le phénomène de la courbe de rendement inversée n'est pas le résultat d'une technique particulière de la régulation monétaire. La technique appliquée par les autorités américaines entraînant de fortes fluctuations des taux à court terme est cependant susceptible d'accentuer ce phénomène.

M. Pöhl partage l'avis de M. Lamfalussy selon lequel il ne serait pas approprié de critiquer l'orientation anti-inflationniste de la politique monétaire des Etats-Unis, étant donné la rigueur des pressions inflationnistes dans ce pays. La question de savoir si le nouveau programme de politique économique du gouvernement Reagan facilitera la tâche de la banque centrale américaine reste ouverte et laisse quelque scepticisme.

La technique de régulation monétaire donne lieu, en fait, à certaines réserves qui, cependant, ne s'appliquent pas aux fluctuations au jour le jour, voire heure par heure, des taux du marché monétaire mais aux mouvements amples d'autres taux plus significatifs, en particulier, le "prime rate". Ces mouvements auraient pu être atténués si les autorités américaines avaient réagi, l'année dernière, de manière plus souple aux changements des conditions économiques et monétaires.

En ce qui concerne les mesures adoptées récemment par la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl réaffirme que la banque centrale allemande n'avait pas d'autre choix. Sous l'ancien système, prévoyant un accès illimité aux facilités de banque centrale, la Bundesbank a été forcée de compenser à un taux d'intérêt relativement limité l'effet contractif des sorties de capitaux. A la suite du changement de technique, l'accès aux facilités de banque centrale n'est plus illimité et garanti, ce qui crée naturellement une incertitude pour les banques. Etant donné qu'une certaine stabilité des taux d'intérêt est souhaitable en vue de la gestion des actifs et passifs des banques, la Bundesbank pense ne se servir de la nouvelle technique qu'à titre provisoire et revenir à l'ancien système dès que les circonstances le permettront, d'autant plus qu'elle doit aider les banques à faire face à leurs obligations en matière de réserves obligatoires.

M. Pöhl ne cache pas que la nouvelle technique a été adoptée également pour des raisons d'opportunité politique. Elle a permis de provoquer une hausse sensible des taux d'intérêt plus aisément que si la Bundesbank avait tout simplement relevé le taux d'escompte. En outre, la banque centrale allemande peut maintenant répondre de façon plus

flexible aux circonstances, évitant d'agir d'une manière qui pourrait être mal interprétée par les marchés. Le taux du marché monétaire a été stabilisé au niveau du taux applicable à la facilité spéciale des avances sur titres, à savoir aux alentours de 12%, mais le dernier taux peut être relevé ou baissé d'un jour à l'autre si nécessaire.

M. Pöhl souligne que les taux du marché monétaire allemand n'ont enregistré des pointes extrêmes que pendant deux jours. Le dernier jour ouvrable de février, la Bundesbank a fermé le guichet du Lombard spécial, espérant que la hausse consécutive des taux du marché monétaire pourrait compenser l'impact négatif sur le taux de change du deutsche mark de la publication, le même jour, des chiffres défavorables concernant les paiements courants de janvier. La forte pointe observée le 2 mars 1981 a été très passagère et a été due à la fermeture des banques à Dusseldorf et à Luxembourg. Une certaine volatilité, toutefois, est inévitable lorsqu'on agit plutôt sur le volume que sur le prix.

Dans les circonstances actuelles, la Bundesbank juge utile un niveau de 10 à 12% sur le marché monétaire. Sur le marché des capitaux, les taux se sont stabilisés à des niveaux allant de 10 1/2% pour les titres à 10 ans, à 12% pour les papiers à un an. La courbe de rendement inversée reflète non seulement les effets de la politique monétaire, mais aussi les attentes inflationnistes des marchés qui semblent escompter une décélération du rythme d'inflation et, partant, une baisse des taux d'intérêt dans l'avenir. Il est à espérer que ces attentes se réaliseront car le but final du fardeau que la banque centrale a imposé au système bancaire est la maîtrise de l'inflation.

Le Président pense que les remarques faites par M. Pöhl sur l'introduction d'une nouvelle technique de régulation monétaire en Allemagne éclairent également les problèmes rencontrés par les banques centrales dans le monde anglo-saxon, dont la politique est exposée, dans une mesure beaucoup plus grande qu'en Allemagne, à la critique du public. Si l'on transpose l'expérience allemande dans ce contexte anglo-saxon, on comprend pourquoi les autorités monétaires américaines ont été forcées

d'adopter, en octobre 1979, une nouvelle technique de régulation monétaire. En effet, comme l'a exposé M. Lamfalussy, le FOMC n'aurait pas pu, à l'époque, relever les taux d'intérêt autant qu'il était nécessaire. Le prix à payer consistait cependant à accepter ensuite une baisse des taux d'intérêt. D'autre part, le processus d'apprentissage semble s'être amorcé: on ne devrait plus assister à des interventions aussi brutales que celles effectuées en mars 1980 lorsque le crédit bancaire a été soumis à un régime de contrôle direct, et à l'avenir les autorités américaines devraient probablement s'opposer davantage à une baisse trop prononcée des taux d'intérêt en vue d'éviter des fluctuations excessives. Toutefois, les arguments en faveur d'un contrôle monétaire qui agit sur le volume plutôt que sur le prix sont les mêmes que ceux qui sont avancés par les milieux monétaristes au Royaume-Uni où on juge tout à fait inappropriée la méthode de régulariser la croissance monétaire par des variations des taux d'intérêt. Une telle approche qui conduit nécessairement à une plus grande volatilité des taux d'intérêt marque en fait le souci politique de se dispenser de prendre des mesures de taux d'intérêt et de laisser les marchés déterminer le niveau des taux d'intérêt.

M. Jaans fait remarquer au sujet de la volatilité des taux d'intérêt que, du point de vue de la technique bancaire, il faut mesurer les mouvements en termes absolus. Les fortes variations au jour le jour, voire au cours d'une même journée, des taux d'intérêt peuvent désorganiser la gestion des actifs et des passifs des banques; si, par exemple, les taux montent d'un demi-point par rapport au taux LIBOR en l'espace d'une demi-heure, une banque peut perdre toute sa marge d'intérêt lors de l'opération de refinancement consécutive.

M. de la Genière indique qu'il n'a pas de doute sur l'opportunité des mesures prises par la Bundesbank. D'une part, le problème de la tenue du deutsche mark sur les marchés des changes s'était aggravé durant les derniers mois; d'autre part, l'expérience montre qu'en Allemagne l'instrument monétaire est efficace pour modérer l'inflation et pour soutenir le taux de change. Il serait cependant souhaitable que cette arme soit manipulée de telle manière qu'elle entraîne le moins de volatilité possible des taux d'intérêt. Il semble que, sauf au cours des deux ou trois premiers jours, après l'introduction de la nouvelle technique, la situation est devenue raisonnable et que les banques centrales partenaires n'ont plus désormais d'incertitude quant à l'évolution à court terme des taux d'intérêt allemands.

L'efficacité de l'arme monétaire en Allemagne se fonde sur le fait que l'économie du pays est très peu inflationniste: le degré d'indexation est faible et les anticipations inflationnistes sont modérées. Par conséquent, le mécanisme de marché est demeuré intact et la variation des prix (dans le cas de la politique monétaire, le taux d'intérêt) a des répercussions notables sur la demande de crédit et donc sur le comportement de l'économie. Il n'en est pas de même dans les pays qui connaissent depuis longtemps un taux d'inflation assez élevé et où les fortes anticipations rendent l'économie indifférente vis-à-vis de la variation des taux d'intérêt. Si dans une telle économie la politique monétaire est utilisée comme instrument principal, voire exclusif, de la lutte contre l'inflation, elle doit être appliquée avec une grande brutalité, entraînant alors des conséquences comme celles qu'on observe depuis un certain temps aux Etats-Unis. L'arme monétaire est fondamentale dans la lutte contre l'inflation mais il est douteux qu'elle puisse être l'instrument principal; des mesures de politique économique rigoureuses sont nécessaires pour remédier au problème de l'inflation. Dans ce contexte, il serait intéressant d'éclaircir la question de savoir pourquoi les Etats-Unis et le Royaume-Uni, tous les deux appliquant une politique monétaire très restrictive, ont eu jusqu'à présent des résultats très différents dans la lutte contre l'inflation; tandis que le Royaume-Uni a réussi à freiner considérablement la hausse des prix, le succès est beaucoup moins évident aux Etats-Unis.

M. Lamfalussy répond qu'au Royaume-Uni le succès a été essentiellement dû à la hausse du taux de change de la livre sterling. Cette explication est en harmonie avec l'expérience dans d'autres pays, comme l'Allemagne, la Suisse, la Belgique et les Pays-Bas, qui tous ont réussi à freiner le rythme d'inflation dans des périodes d'appréciation externe de leurs monnaies. Il n'en est pas de même dans le cas des Etats-Unis qui, de toute façon, bénéficieraient dans une bien moindre mesure d'une appréciation de leur monnaie étant donné que l'économie américaine est plus fermée que ne le sont les économies européennes.

Une autre raison expliquant la différence relevée par M. de la Genière, entre le Royaume-Uni et les Etats-Unis, tient au fait que, dans ce dernier pays, la politique monétaire n'a commencé à revêtir un caractère restrictif qu'à partir de l'automne 1979. En outre, en mai 1980, les autorités monétaires américaines ont tenté de soutenir le rythme

d'accroissement des agrégats monétaires en dépit de la forte réduction de la demande de monnaie, provoquée par le ralentissement de la conjoncture; or cette tentative a créé une confusion générale dans les esprits quant aux intentions de la politique monétaire américaine.

Le Président confirme qu'au Royaume-Uni la baisse du taux d'inflation a été obtenue, pour une large part, grâce à l'appréciation du taux de change de la livre sterling. La politique monétaire revêt un caractère restrictif depuis longtemps et l'appréciation de ses résultats en matière d'inflation doit tenir compte du fait que l'abrogation de la politique des revenus, qui avait produit, pendant les quatre années de son application, une compression des salaires, a été suivie d'un gonflement de ces derniers. L'impact sur les prix de ce phénomène, qui s'est manifesté vers la fin de la période de l'ancien gouvernement et qui s'est encore poursuivi dans la première période du gouvernement actuel, a été aggravé par les modifications de la fiscalité directe et indirecte et la hausse des prix pétroliers. La politique monétaire a cependant pesé presque exclusivement sur le secteur des entreprises, si bien qu'on assiste à des déséquilibres marqués à la fois entre le secteur privé et le secteur public et entre le secteur des entreprises et celui des particuliers. Le taux d'inflation sur 12 mois a pu être ramené de 22% en mai 1980 à 13% en janvier 1981; la décélération est encore plus nette si l'on considère le taux annuel sur les six derniers mois, qui ne s'élève qu'à 7%. Ce chiffre est le résultat net d'une baisse très sensible des prix dans le secteur privé, d'une part, et d'une augmentation très vive des prix de l'industrie nationalisée, d'autre part.

M. Zijlstra pense que, même en termes relatifs, le mouvement du "prime rate" a été très instable. Une certaine instabilité des taux d'intérêt est, certes, inévitable, mais la situation en Europe se distingue nettement de celle aux Etats-Unis. Les mesures prises récemment par la Deutsche Bundesbank constituent une sorte de frein de secours et il en a été de même aux Pays-Bas, il y a quelques années. Aux Etats-Unis, en revanche, le contrôle monétaire crée systématiquement de l'incertitude. D'abord, le système est assez complexe et il est assez difficile de calculer ex ante, avec précision, les multiplicateurs qui existent entre les réserves bancaires et les divers agrégats monétaires. En outre, les autorités monétaires américaines sont toujours enclines à apporter des changements à leurs méthodes de régulation.

Tous ces éléments rendent les marchés extrêmement nerveux et inquiets et, à moins que la politique américaine ne fasse, à l'avenir, usage d'une technique comportant moins d'aléas, les banques centrales européennes doivent s'attendre à de désagréables surprises.

La politique américaine se distingue des politiques européennes encore par un autre aspect. En effet, la politique américaine est centrée exclusivement sur la maîtrise des agrégats monétaires, faisant abstraction du taux de change, qui ne constitue qu'une variable dépendante pour les autorités monétaires américaines; ceci a des répercussions néfastes sur la situation des pays européens qui doivent tenir compte également du taux de change; les mesures prises par la Bundesbank, par exemple, n'ont pas été motivées par l'évolution de la masse monétaire, mais plutôt par le comportement du deutsche mark sur les marchés des changes.

Il est certes utile que la politique monétaire s'entoure d'un certain mystère, car cette façon de procéder permet aux banques centrales d'échapper à une curiosité par trop insistante de la part du public. Il faut cependant trouver un dosage optimal entre ce mystère, d'une part, et la stabilité et la prévisibilité, d'autre part. Un tel dosage existe aux Pays-Bas, où l'accès des banques aux facilités de banque centrale n'est pas illimité; les banques peuvent compter sur le soutien de la banque centrale jusqu'à une certaine limite, qui a été fixée en fonction de certains chiffres macro-économiques. Au-delà de ce plafond, la banque centrale est libre d'accorder un soutien ou non et de varier, le cas échéant, les conditions de ce soutien.

M. de Strycker admet que toute stabilité des taux d'intérêt ne peut être que relative car les taux d'intérêt sont un des instruments - et peut être le principal - de la politique monétaire. Les banques centrales doivent ajuster les taux d'intérêt à l'évolution de la situation économique, mais cet ajustement devrait se faire de manière progressive et prudente, en vue d'éviter des fluctuations trop fréquentes et surtout trop amples des taux d'intérêt. Cette approche est d'autant plus justifiée que les économies des pays occidentaux sont déjà soumises à de multiples secousses résultant, par exemple, des événements politiques et militaires ainsi que de la hausse brutale des prix énergétiques. Il ne convient donc pas d'ajouter à ces secousses encore d'autres en matière de taux de change et de taux d'intérêt et, pour cette raison, il faudrait combiner aussi harmonieusement que possible les incertitudes inévitables en

matière de politique monétaire (en effet, la banque centrale ne peut pas dévoiler a priori toute son action) avec une certaine stabilité.

Au sujet des mesures prises par la Deutsche Bundesbank, M. de Strycker indique que l'incertitude complète instaurée par la banque centrale allemande quant aux possibilités de recours au crédit lombard lui paraît excessive et exagérée. En effet, comme les banques ne peuvent plus compter, dans la conduite de leur propre politique, sur un recours normal à la banque centrale, elles sont livrées à l'arbitraire. Une deuxième remarque concerne l'utilisation de l'arme "taux d'intérêt" en vue de la stabilisation du taux de change. Jusque récemment, l'ampleur des interventions effectuées par la Bundesbank (qui d'ailleurs n'ont pas été suffisantes pour empêcher la détérioration du taux de change du deutsche mark par rapport au dollar) a été déterminée non seulement par le déficit des paiements courants, mais aussi par les exportations de capitaux résultant d'un différentiel de taux d'intérêt important entre l'Allemagne et les Etats-Unis. La tentative, entreprise par la Bundesbank, de freiner la baisse du deutsche mark vis-à-vis du dollar est bien-fondée, mais la méthode soulève des problèmes. En effet, alors que les autorités allemandes ont toléré, dans le passé, des exportations de capitaux, elles essaient maintenant de couvrir l'important déficit des paiements courants entièrement par des importations de capitaux; toutefois, ce but ne peut être atteint qu'au prix d'un relèvement très important des taux d'intérêt. On se trouve donc à nouveau en présence d'un problème de mesure: il semble nécessaire de ne pas tomber d'un excès de modicité en matière de taux d'intérêt à un excès dans l'autre sens, à savoir un excès d'instabilité des taux d'intérêt, car cet excès ne servirait ni à la stabilité du Système monétaire européen, ni à l'Allemagne elle-même.

M. Ortoli indique que la courte note établie par M. Lamfalussy aurait mérité un débat plus long notamment sur le conflit qui peut exister entre les objectifs généraux de la politique économique, le rétablissement de l'équilibre et le résultat qui peut ou pourrait être dans certains cas et suivant certaines techniques, l'érosion du potentiel futur de croissance. En effet, les politiques actuelles risquent d'avoir un type de réussite qui ne correspond pas à leur finalité, à savoir le rétablissement des investissements créateurs d'emplois.

Si le débat sur les relations en matière monétaire, principalement avec les Etats-Unis, est important pour chaque Etat membre, il se place désormais au niveau communautaire. En effet, on en discute au sein du Comité des Gouverneurs, du Comité monétaire, du Conseil des Ministres des Finances et probablement au prochain Conseil européen. Il importe donc de tâcher d'avoir une opinion commune sur les politiques économique et monétaire des Etats-Unis et une présentation commune. Or, il y a eu tendance récemment à adopter des attitudes différenciées à l'occasion de voyages de responsables européens aux Etats-Unis, ce qui réduit certainement encore plus les possibilités déjà limitées de pouvoir influencer la politique monétaire.

Dans le dialogue avec les Etats-Unis, un point de départ est unanimement reconnu, à savoir la nécessité pour ce pays de lutter contre l'inflation. Le débat porte en fait sur la combinaison des différentes politiques et sur l'ensemble des techniques monétaires utilisées par les Etats-Unis; il est rendu difficile toutefois par, d'une part, le fait que tout pays est indépendant et libre de choisir les moyens en fonction de ses objectifs et de ses propres problèmes et facteurs internes, d'autre part, par le fait que l'imperfection des techniques monétaires existantes ne permet pas d'avancer des recommandations précises et sûres.

Trois points néanmoins doivent être soulignés en vue de ce débat.

1. Les techniques monétaires utilisées actuellement par les Etats-Unis sont imparfaitement adaptées à la fois à ce qui est important pour ce pays et au rôle joué par le dollar dans l'économie internationale. Malgré les arguments politiques évoqués, les Etats-Unis devraient pouvoir envisager des techniques un peu plus compliquées et plus adéquates à la situation présente. Il n'est pas question à ce stade de faire des suggestions techniques précises mais une réflexion et un dialogue plus approfondis sur ce sujet seraient souhaitables.
2. Les techniques américaines actuelles sont trop axées sur le court terme, ce qui n'est pas satisfaisant. Sur ce point aussi les Européens doivent réfléchir et exprimer au moins leurs vues dans un dialogue confiant avec les Américains.

3. Dans la mesure où on établira un tel dialogue avec les Etats-Unis, on devrait y inclure la question d'une meilleure coordination des politiques d'intervention. Pour cette question, qui est débattue également au sein du Comité monétaire, on doit éviter de se lancer dans des considérations trop théoriques et on devrait tenir compte de la remarque contenue dans l'essai de M. Lamfalussy, à savoir que la monnaie d'intervention ne devrait pas se transformer en monnaie à fin de dépense.

La présentation et le débat concernant les trois points mentionnés ci-dessus soulèvent deux aspects:

- d'une part, il est nécessaire d'examiner de plus près certains éléments techniques car il apparaît que l'analyse des instruments utilisés ou disponibles et leur harmonisation sont encore insuffisantes,
- d'autre part, en matière de procédure, il convient que les Gouverneurs s'interrogent sur la manière dont ces questions seront traitées au niveau des Ministres des Finances et des Chefs d'Etat étant donné la responsabilité des banques centrales dans ces domaines.

En réponse à une question de M. Pöhl sur le sens à donner à l'harmonisation des interventions que M. Ortoli a mentionnée, celui-ci rappelle qu'on a décidé d'avoir une politique coordonnée à l'égard du dollar et que la Bundesbank, en particulier, agit régulièrement avec la "Fédérale" dans le cadre d'un mécanisme d'aide réciproque.

Quelques points importants existent en cette matière:

- l'aspect interne de la coordination des interventions des banques centrales de la CEE à l'égard du dollar;
- la mise en place d'un mécanisme non automatique mais d'examen périodiques de l'évolution du dollar;
- la recherche avec les Etats-Unis d'une transposition au niveau communautaire d'une partie au moins des arrangements et des actions essentiellement bilatéraux qui existent actuellement entre la "Fédérale" et les banques centrales de la CEE.

En conclusion, M. Ortoli rappelle que, dans le dialogue avec les Etats-Unis, les trois voies ci-après devraient être explorées:

- techniques monétaires mieux adaptées,
- objectifs à moins court terme,
- politiques d'intervention mieux coordonnées.

M. Zolotas remercie M. Lamfalussy de sa documentation très instructive et marque son intérêt à l'égard de la présente discussion sur les différentes politiques et les techniques mises à leur service. Un des éléments les plus importants qu'on peut retenir de cette discussion est le fait que, l'année dernière et également cette année, les mouvements des taux de change ont obéi, dans une large part, à l'évolution des taux d'intérêt. La hausse des taux d'intérêt américains, qui est conditionnée essentiellement par les techniques nouvelles dont les autorités monétaires américaines se sont dotées, risque d'avoir des répercussions défavorables sur la situation non seulement des pays européens, mais aussi dans l'ensemble de l'économie mondiale. L'Allemagne a dû déjà laisser monter les taux d'intérêt et d'autres pays du SME pourraient être forcés de suivre l'initiative allemande. Une hausse générale des taux d'intérêt en Europe comporterait des risques graves en matière de croissance économique réelle et dans le domaine de l'emploi. En revanche, le raffermissement du dollar EU vis-à-vis des monnaies européennes se traduira par une hausse des prix à l'importation et, partant, une accélération de l'inflation dans les économies européennes.

M. Zolotas se prononce en faveur d'une démarche collective auprès des autorités américaines en vue d'arriver avec celles-ci à une certaine harmonisation des politiques des taux d'intérêt qui ne peuvent pas être laissées à leur dynamique propre. En effet, les dimensions de l'économie américaine et la position du dollar sont telles que les pays européens ne sont pas en mesure de s'isoler contre les effets indésirés de la politique monétaire américaine; mis à part le problème des techniques particulières appliquées par les autorités américaines, il est à noter que la lutte contre l'inflation aux Etats-Unis repose exclusivement sur la politique monétaire tandis que la politique budgétaire n'est pas susceptible d'y contribuer, tout au moins d'après ce qu'on voit jusqu'ici. Or, en l'absence d'un dosage approprié de la politique budgétaire et de la politique monétaire, il ne semble guère possible d'arriver aux résultats désirés.

Les pays européens ne peuvent et ne veulent pas faire la loi aux Etats-Unis, mais ils sont néanmoins en droit de faire entendre leur voix parce que ce sont eux qui subissent le contre-coup de la politique américaine. Il serait à espérer que les autorités américaines prêtent, cette fois-ci, une oreille attentive à l'opinion des pays membres de la Communauté européenne.

M. Ciampi remercie également M. Lamfalussy de ses deux documents qui vont bien au-delà d'une simple base de discussions. Du fait qu'il apparaît un large consensus entre les Gouverneurs, il se borne à dire qu'il partage l'avis exprimé par M. Ortolini à propos des trois principales questions. Une réduction durable du taux d'inflation aux Etats-Unis est dans l'intérêt à long terme de la Communauté et la décélération de la croissance monétaire est une condition préalable à la réalisation de cet objectif. Cette condition n'est cependant pas suffisante et la perspective de voir la lutte contre l'inflation confiée exclusivement aux armes monétaires est inquiétante.

Les critiques des pays communautaires pourraient, en outre, porter sur certaines des modalités d'application de la politique monétaire américaine; il serait particulièrement souhaitable d'éviter des changements trop fréquents dans les techniques en vue de ne pas prolonger indûment le processus d'apprentissage.

En ce qui concerne le fonctionnement du SME, M. Ciampi qualifie l'action entreprise par la Deutsche Bundesbank une contribution importante à la cohésion du système, tout en espérant que la Bundesbank sera réceptive aux suggestions faites par les Gouverneurs de la Genière et de Strycker. Les récents événements ont démontré que les politiques d'intervention sur les marchés des changes devraient être encore mieux coordonnées et qu'on aurait intérêt à modifier les règles présentes. Il serait souhaitable que les Suppléants étudient cette question à la lumière des expériences récentes.

Quant à la question de savoir dans quels termes il faut mesurer la volatilité des taux d'intérêt, M. Ciampi pense que les comparaisons relatives sont appropriées sur le plan national, mais les mouvements des capitaux internationaux sont plutôt déterminés par les écarts absolus.

M. Hoffmeyer pense que le jugement sur le degré de volatilité des taux d'intérêt américains varie selon le type de taux d'intérêt considérés: s'agit-il du taux du marché monétaire, du taux du marché des capitaux ou du taux débiteur? Dans sa note, le Professeur Lamfalussy a dit que l'on peut espérer que la gamme des taux d'intérêt soit réduite de 4 à 6%, mais si l'on remonte dans l'histoire monétaire, on constate qu'en 1969 la fourchette était encore plus importante. En outre, il ne faut pas se rendre à "l'alliance malsaine" entre hommes politiques et banques commerciales, qui plaident toujours en faveur de conditions

stables notamment dans le marché monétaire. En revanche, le risque de voir les taux d'intérêt varier vers le haut ou vers le bas donne à la politique monétaire le tranchant nécessaire, et si les autorités monétaires renonçaient à cet élément, elles accepteraient un affaiblissement de l'efficacité de leur politique.

Le Président conclut la discussion en disant que quelques aspects discutés lors de la présente séance ont porté sur la question fondamentale "observation des règles ou politique discrétionnaire". Il pense comme le Président Zijlstra, qu'il faut prêter une attention permanente aux méthodes de la régulation monétaire et aux instruments appliqués par les autorités. Il est regrettable que le débat sur ce sujet soit troublé et gêné par des universitaires sans expérience pratique et, dans ces conditions, il serait peut-être opportun d'insister plus souvent et de manière plus énergique sur les limites des règles automatiques. Si l'on enlève la part d'appréciation, le contrôle monétaire devient pure technique sans pour autant être plus efficace.

En ce qui concerne la suite à donner à la présente discussion, le Président rappelle que le Comité monétaire a également traité la question en cause et que M. Haberer, Président de ce Comité, entend faire un exposé oral au Conseil des Ministres des Finances le 16 mars 1981. Lors des discussions du Comité monétaire, certains membres semblent s'être exprimés en faveur d'une démarche, soit bilatérale, soit collective, auprès des Etats-Unis. En ce qui concerne la date d'une telle démarche, certains semblent avoir recommandé d'attendre jusqu'à la mise au point de la politique budgétaire des Etats-Unis.

Le Président demande au Comité si ce dernier souhaite que son Président assiste également à la session du Conseil des Ministres des Finances pour donner, le cas échéant, quelques indications concernant les attitudes manifestées par les Gouverneurs. Le Président ajoute que, personnellement, il n'estime pas opportun de faire, à ce stade, une démarche trop formelle auprès des Etats-Unis; il faudrait plutôt encore attendre en vue de donner aux pays européens la possibilité de mieux définir leurs propres attitudes.

M. Pöhl se déclare favorable à la participation du Président du Comité des Gouverneurs à la session du Conseil des Ministres des Finances, le 16 mars 1981. Il serait utile de mettre les Ministres des Finances en garde contre l'illusion de penser qu'une démarche collective des pays de la CEE auprès des Etats-Unis pourrait amener ceux-ci à modifier leur politique monétaire; en effet, cette dernière joue un rôle bien précis dans le programme de politique économique du nouveau gouvernement et les contacts récents avec les autorités monétaires montrent que celles-ci ne devraient guère être prêtes à y apporter des changements pour faciliter la situation des pays européens. Il ne faudrait pas non plus se faire d'illusions sur l'espoir, exprimé par M. Ortoli, d'une meilleure coordination des politiques d'intervention. En effet, le nouveau gouvernement a adopté, à cet égard, une attitude qui est encore plus restrictive que celle de l'administration Carter, en ce sens qu'il est plutôt favorable à la tendance monétariste et réticent à l'égard de toute intervention. Du côté de la Bundesbank, la marge de manoeuvre est également limitée: les réserves officielles ont diminué de 30% au cours des derniers 14 mois et il est clair qu'à un tel rythme l'hémorragie des réserves n'est pas soutenable bien longtemps. Les achats de deutsche marks par la "Fédérale" sont des créances sur la Bundesbank et réduisent d'autant les réserves nettes de cette dernière. De surplus, la "Fédérale" a déjà accumulé des réserves en deutsche marks pour un montant de 17 milliards de deutsche marks, montant qui constitue un record jamais atteint.

M. Pöhl aimerait laisser ouverte la question de l'opportunité de s'adresser à la "Fédérale" à un moment où le nouveau gouvernement est en train de définir son programme. Il estime cependant utile que le Président du Comité des Gouverneurs expose, lors de la session du Conseil des Ministres, les aspects monétaires du problème s'il devait avoir, au fil des débats, l'impression que les participants se font des idées exagérées sur les possibilités réelles d'une démarche auprès des autorités monétaires.

Le Président constate que le Comité est d'accord pour qu'il intervienne dans le sens suggéré par M. Pöhl.

M. Ortoli confirme son accord sur la ligne choisie par le Comité; il est prêt à adopter une attitude très proche de celle des Gouverneurs, mais il met ces derniers en garde contre une trop grande réserve qui pourrait inciter les Ministres à réagir justement comme M. Pöhl le craint.

Le Président clôture les discussions en exprimant à M. Lamfalussy la reconnaissance du Comité pour la documentation que celui-ci a préparée à l'intention des Gouverneurs et qui a permis une discussion très utile et instructive.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Répartition des frais du Secrétariat du Comité
de l'année 1980

Le Président rappelle que ce point de l'ordre du jour a été renvoyé, à la demande du Président Pöhl, à la présente séance. Il constate que le Comité entérine l'estimation des frais encourus par la Banque des Règlements Internationaux en 1980 au titre du Secrétariat du Comité. Conformément à l'article 7, alinéa 5 du Règlement intérieur du Comité, ces frais sont répartis par parts égales entre les banques centrales représentées au Comité.

Les montants et la composition des frais ainsi que les contributions qui incombent à chaque banque centrale en application de la clé de répartition précédemment évoquée, figurent dans le tableau No 1 annexé à la note du Secrétariat, qui a été remise aux membres du Comité avant la séance de février. Le Secrétariat recourra à la procédure habituelle pour le règlement des frais.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle le 14 avril 1981 à 10 heures.

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

FEVRIER 1981

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation* ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de février et les premiers jours de mars 1981.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En février, les marchés des changes ont présenté les principales caractéristiques suivantes:

- le dollar EU, après avoir poursuivi pendant la première partie du mois sa tendance ascendante, s'est affaibli par la suite, mais a terminé le mois par une nouvelle reprise;
- la livre sterling a enregistré un recul sensible par rapport à toutes les autres devises;
- au sein du SME, le deutsche mark est passé, au cours de la seconde quinzaine du mois, de la limite inférieure de la bande de 2,25% à proximité de la limite supérieure. Le franc belge a dépassé, à la fin du mois, le seuil de divergence.

Ces mouvements amples des cours de change se sont développés dans un contexte où ont dominé l'attente d'importantes déclarations sur les programmes économiques et la perspective que seraient annoncées diverses mesures, en particulier, d'ordre monétaire. En fait:

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

- aux Etats-Unis, la nouvelle administration a annoncé le 18 février 1981 les grandes lignes de son programme de politique économique;
- la Bundesbank a imprimé le 19 février, un tour restrictif à sa politique monétaire; l'écart entre les taux des euro-dollars à un et trois mois et ceux pratiqués sur les euro-marks, pour les mêmes échéances, qui était d'environ 8 points à la fin de janvier, s'est ainsi réduit à environ 3-4 points fin février;
- les taux d'intérêt à court terme, dans nombre d'autres pays, ont enregistré des poussées de hausse, tandis qu'au Royaume-Uni, l'attente d'une réduction du taux minimum d'avances a été le facteur prédominant.

Le dollar EU a commencé le mois en enregistrant de nouvelles appréciations par rapport à toutes les principales devises, tandis que parallèlement les taux d'intérêt à court terme montaient modérément. Après une courte pause, les taux et, surtout les cours du dollar ont poursuivi leur hausse: le 16 février, la devise américaine enregistrait, par rapport à fin janvier, une avance de 6 à 7% à l'égard des monnaies du SME et de la livre sterling, de près de 8% vis-à-vis du franc suisse, de 1,5 à 3,5% vis-à-vis du yen et des couronnes suédoise et norvégienne, et de moins de 1% par rapport au dollar canadien.

En présence d'un fléchissement des taux à court terme sur le dollar et vraisemblablement à cause de l'attente de mesures restrictives en Allemagne (ces mesures ont effectivement été prises le 19 février), la devise américaine a baissé durant la troisième semaine du mois, mais n'est pas descendue au-dessous des niveaux relativement élevés de fin janvier, car le dollar a continué de faire preuve de fermeté à la suite de la présentation du programme économique du Président Reagan et de la confirmation de la politique de rigueur monétaire suivie par la Réserve Fédérale. A la fin février, le dollar enregistrait de nouveaux progrès et terminait le mois avec les appréciations suivantes par rapport à fin janvier: moins de 1% à l'égard du deutsche mark, du dollar canadien et de la couronne norvégienne, plus de 8,5% vis-à-vis de la livre sterling et entre 1,5 et 3% par rapport aux autres monnaies.

Au sein du SME, le franc français s'est maintenu presque constamment à la limite supérieure de la bande. Le deutsche mark s'est déplacé, dans la seconde quinzaine de février, de la limite inférieure jusqu'à proximité de la limite supérieure. Le franc belge est resté constamment au bas de la bande de 2,25%, et le 25 février, il dépassait son seuil de divergence; la lire italienne a enregistré un écart compris généralement entre 3,5 et 4% par rapport à la monnaie la plus forte du mécanisme de change.

L'évolution du deutsche mark à l'intérieur du SME s'est renversée à partir du 19 février, jour où la Bundesbank a décidé:

1. la suspension des "facilités Lombard" (avances sur titres) à taux fixe,
2. l'institution d'une forme spéciale d'avances, à taux variable quotidiennement,
3. l'élimination des restrictions à l'achat, par des non-résidents, de titres libellés en marks à échéance de moins d'un an.

Les taux sur les euro-marks ont rapidement monté, dépassant 14% à la fin du mois pour les échéances à un et trois mois; sur le marché monétaire allemand, les taux de l'argent au jour le jour ont atteint temporairement 20-30%, mais sont revenus ensuite à 12% ou légèrement au-dessus lorsque la Bundesbank s'est déclarée prête à accorder des crédits lombard spéciaux à 12%. Les interventions de soutien de la devise allemande, effectuées pendant la première quinzaine du mois soit par la Banque de France, soit par la Bundesbank et la "Federal", se sont sensiblement réduites et n'ont désormais eu lieu qu'en dollars. L'indicateur de divergence du mark passait d'un maximum, dans le sens de la dépréciation, de 67 (le 12 février) à 26, dans le sens de l'appréciation, fin février.

Se maintenant constamment à la limite inférieure de fluctuation, le franc belge a nécessité d'importantes interventions de la part de la Banque Nationale de Belgique et de la Banque de France. Après le raffermissement du mark, le franc belge a dépassé, vers la fin du mois, le seuil de divergence (l'indicateur s'est situé entre 80 et 83) et la Banque Nationale de Belgique a décidé de relever à plusieurs reprises les taux à court terme sur les certificats du Trésor.

Le franc français a confirmé, presque tout au long du mois, sa position de monnaie la plus forte du système. En vue de limiter l'ampleur du différentiel de taux d'intérêt consécutif aux mesures prises par l'Allemagne, la Banque de France a procédé à trois relèvements successifs du "taux directeur" de ses interventions (qui est passé de 10,50 à 12%.

Le florin néerlandais s'est maintenu constamment à proximité de la limite supérieure de fluctuation, talonnant le franc français et le relayant parfois au premier rang. La Nederlandsche Bank a ainsi dû procéder à quelques achats, à la limite, de francs belges.

La couronne danoise s'est légèrement raffermie. La Danmarks Nationalbank a effectué des interventions sporadiques de stabilisation dans les deux sens au cours du mois.

La Central Bank of Ireland a effectué des ventes fréquentes de dollars pour soutenir la livre irlandaise, surtout pendant la seconde partie de février.

La lire italienne est dans l'ensemble restée stable, grâce à d'importantes interventions de soutien effectuées par la Banca d'Italia, surtout pendant la dernière semaine de février; la nécessité de soutenir la monnaie italienne est vraisemblablement due à l'influence des sorties de fonds bancaires liées à l'application des mesures du 31 janvier dernier instituant l'obligation de rembourser, à partir du 1er mars, les prêts en devises à l'importation dépassant le niveau atteint au 31 décembre 1980.

La livre sterling a subi, au cours du mois, un affaiblissement notable (son taux effectif est tombé de 104,1 à 98,9), qui est dû presque exclusivement à l'anticipation de plus en plus marquée d'une réduction du taux minimum d'avances. La Bank of England a procédé à des interventions de stabilisation modestes dans les deux sens.

La drachme grecque s'est dépréciée, en termes de cours de change effectif, de près de 3% en moyenne, perdant quelque 3,6% par rapport au dollar et 2,1% environ vis-à-vis des monnaies du SME. Cette dépréciation reflète l'évolution saisonnière négative de la balance grecque des paiements.

Le franc suisse a suivi au cours du mois une évolution sensiblement parallèle à celle des monnaies du SME. Après une première augmentation, le 2 février, du taux de l'escompte (porté de 3 à 3,5%) et du taux

lombard (porté de 4 à 4,5%), la Banque Nationale Suisse a procédé à un autre relèvement le 19 février (le jour même où des mesures étaient prises en Allemagne), portant le taux de l'escompte à 4% et le taux lombard à 5,5%.

La couronne suédoise a enregistré en termes de taux de change effectif, une appréciation (de 100,65 à 99,45), la Sveriges Riksbank s'est trouvée en mesure d'acheter des devises émanant d'entrées de fonds résultant des mesures restrictives prises le mois précédent.

La couronne norvégienne a enregistré des fluctuations sensiblement moins fortes que les monnaies du SME et a progressé vis-à-vis de ces dernières de 1,5% environ en moyenne.

Le Yen a enregistré, par rapport au dollar, une évolution plus régulière, son recul se maintenant au voisinage de celui des monnaies du SME, avec toutefois de plus faibles fluctuations.

Le dollar canadien s'est ressenti des larges fluctuations du dollar EU, par rapport auquel il s'est cependant nettement moins replié que les autres monnaies. La Banque du Canada est intervenue activement pour atténuer les fluctuations des cours.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

En février, on a enregistré, par rapport à janvier, un accroissement des ventes nettes de dollars, qui sont passées de 2,4 milliards à 2,8 milliards. Cette évolution résulte d'une réduction des achats bruts (de 2 milliards à 1,5 milliard) supérieure à celle des ventes brutes (de 4,4 milliards à 4,3 milliards).

Les plus gros vendeurs nets ont été de loin la Bundesbank (pendant la première partie du mois), la Banca d'Italia (pendant la dernière semaine) et la Federal Reserve Bank of New York (en grande partie contre acquisition de deutsche marks).

La Bank of England et la Banque du Canada sont restées actives dans les deux sens.

Ont été également vendeurs nets, pour des montants plus limités, outre la Banque du Canada elle-même, la Central Bank of Ireland et la Banque de France.

La Sveriges Riksbank a été pratiquement la seule à être acheteuse nette, et ce tout au long du mois.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes ont atteint l'équivalent de \$1,5 milliard, soit plus du double du montant enregistré en janvier et ont consisté presque essentiellement en ventes de francs français contre deutsche marks (un tiers du total) et surtout contre francs belges (deux tiers).

Les interventions de soutien effectuées pendant la première quinzaine du mois par la Banque de France et la Bundesbank en faveur du deutsche mark ont été intégralement financées par l'intermédiaire du FECOM.

Le règlement des opérations de soutien du franc belge effectuées par la Banque Nationale de Belgique et par la Banque de France (et, pour une faible part, par la Nederlandsche Bank) s'est opéré, au contraire, au comptant par transfert d'Ecus.

* * *

Durant les premiers jours de mars, d'importantes fluctuations de cours se sont de nouveau produites sur les marchés des changes, en liaison surtout avec l'évolution simultanée des taux d'intérêt à court terme sur lesquels agissaient notamment, soit les attentes de nouvelles mesures restrictives dans certains pays soit, dans d'autres, la modification effective des taux d'intérêt officiels.

Le dollar a poursuivi son avance en l'absence d'éléments nouveaux.

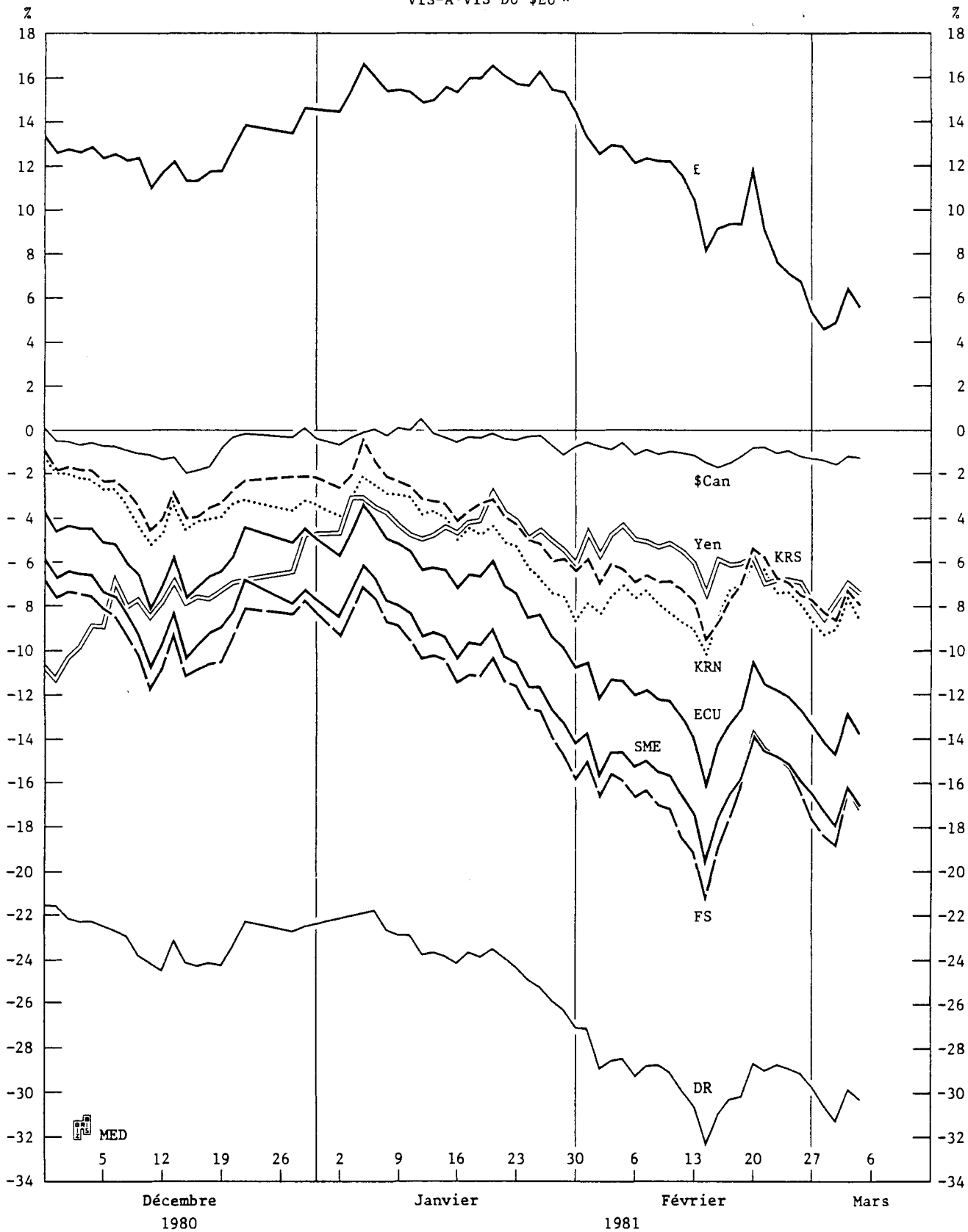
Au sein du SME, le deutsche mark a continué de se raffermir, rejoignant le franc français et le florin néerlandais au sommet du système et devenant la monnaie la plus divergente dans le sens de l'appréciation, tandis que le franc belge se maintenait à la limite inférieure de fluctuation et au-delà du seuil de divergence. Le 4 mars, la Banque Nationale de Belgique a porté le taux lombard de 12 à 13% et celui des avances spéciales de 13 à 14%.

Précédemment, la Nederlandsche Bank avait décidé de porter le taux de l'escompte de 8 à 9% et son taux d'avances de 9 à 10%, avec effet au 3 mars, cependant que, à la suite des augmentations répétées du taux directeur de la Banque de France, les principales banques françaises faisaient passer leur taux de base de 12,25 à 13% et le ramenaient ultérieurement à 12,75%.

Pendant la première semaine de mars, les interventions en dollars se sont soldées par une vente globale nette d'environ \$50 millions. Les ventes nettes individuelles les plus importantes ont été effectuées par la Banca d'Italia et la Danmarks Nationalbank, l'achat net le plus élevé par la Sveriges Riksbank.

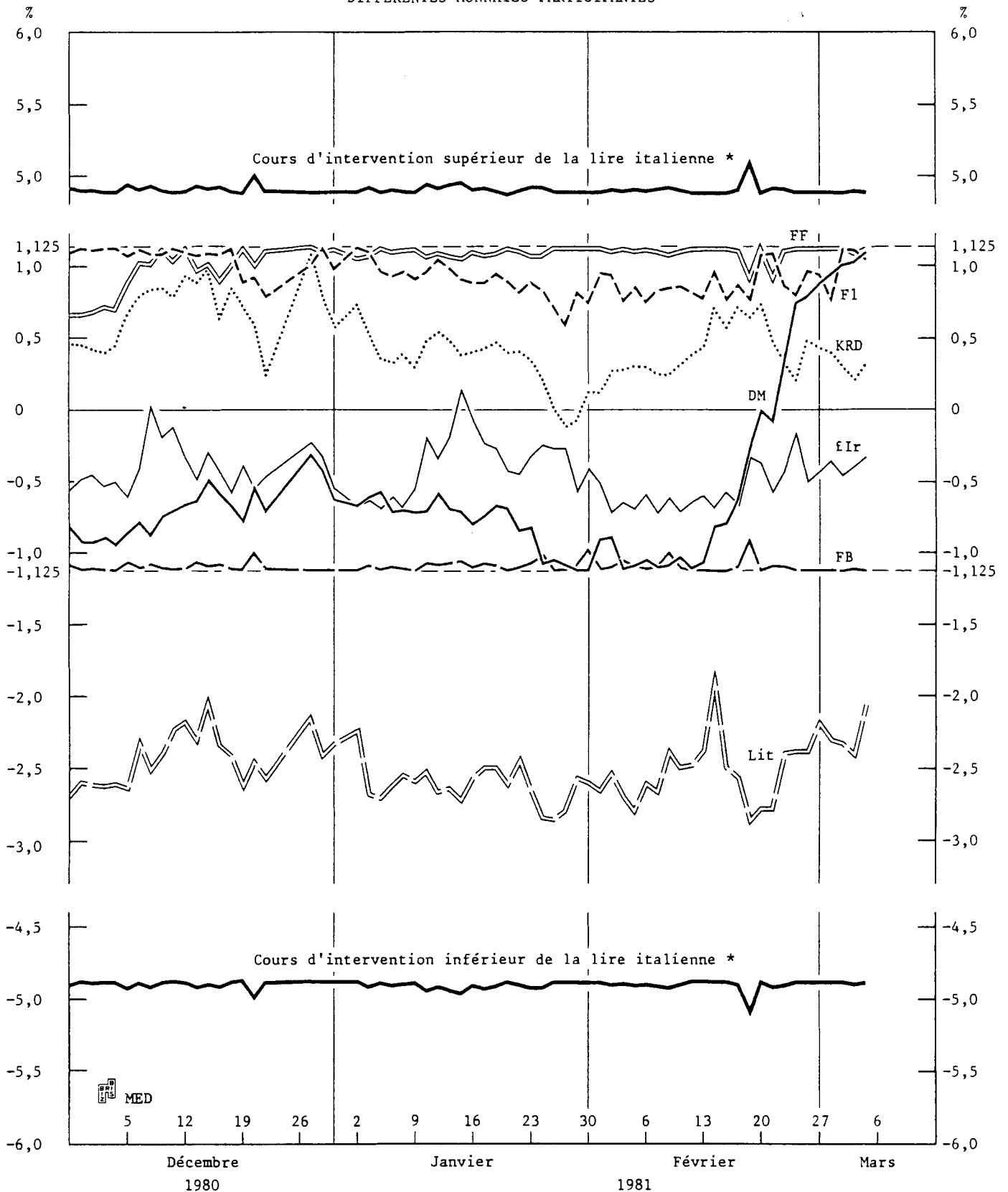
Les interventions en monnaies européennes (pour la contre-valeur de quelque \$225 millions), destinées intégralement au soutien du franc belge, se sont concrétisées par des cessions de francs français, de deutsche marks et de florins néerlandais.

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



* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

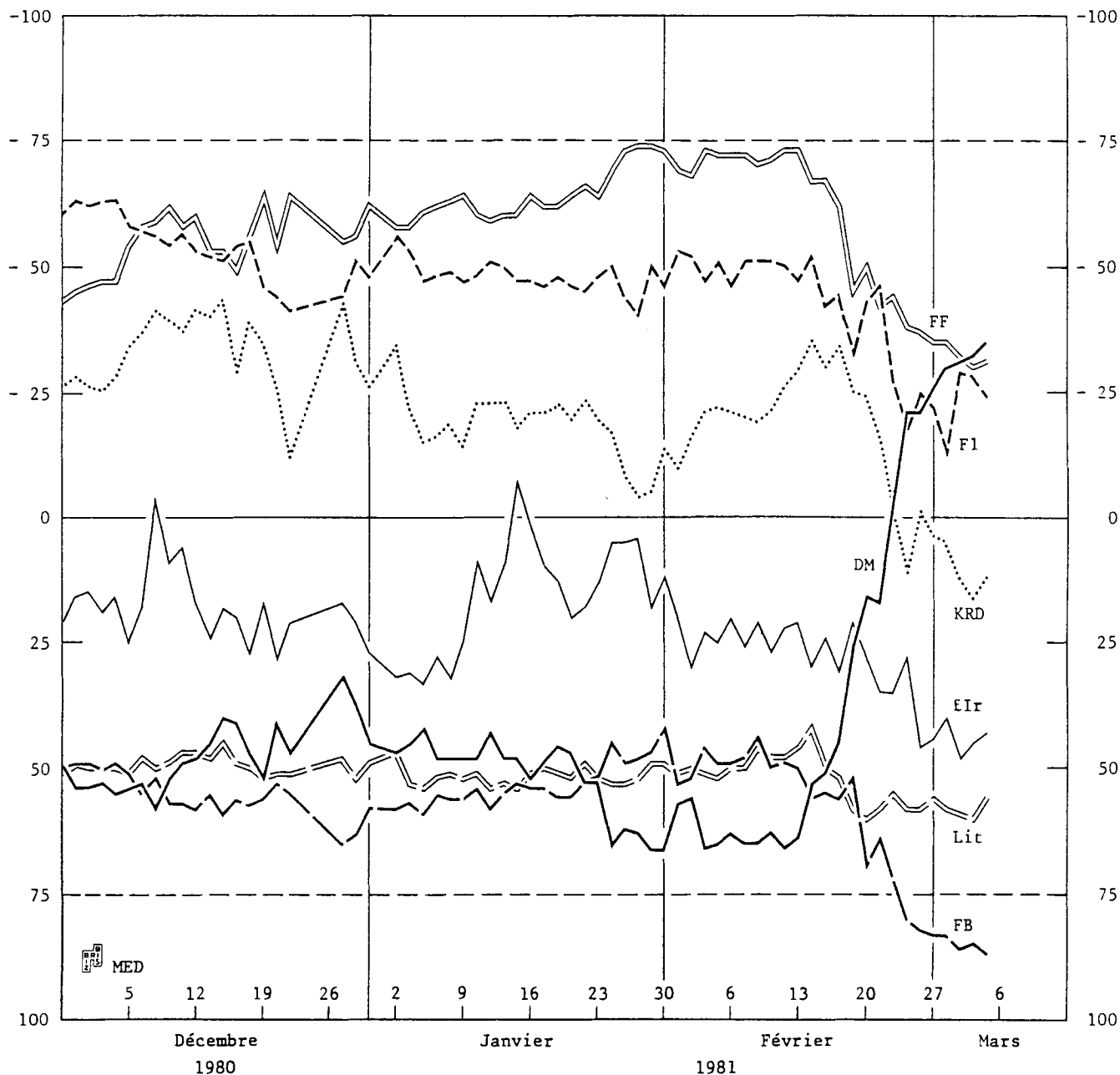
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

5 mars 1981

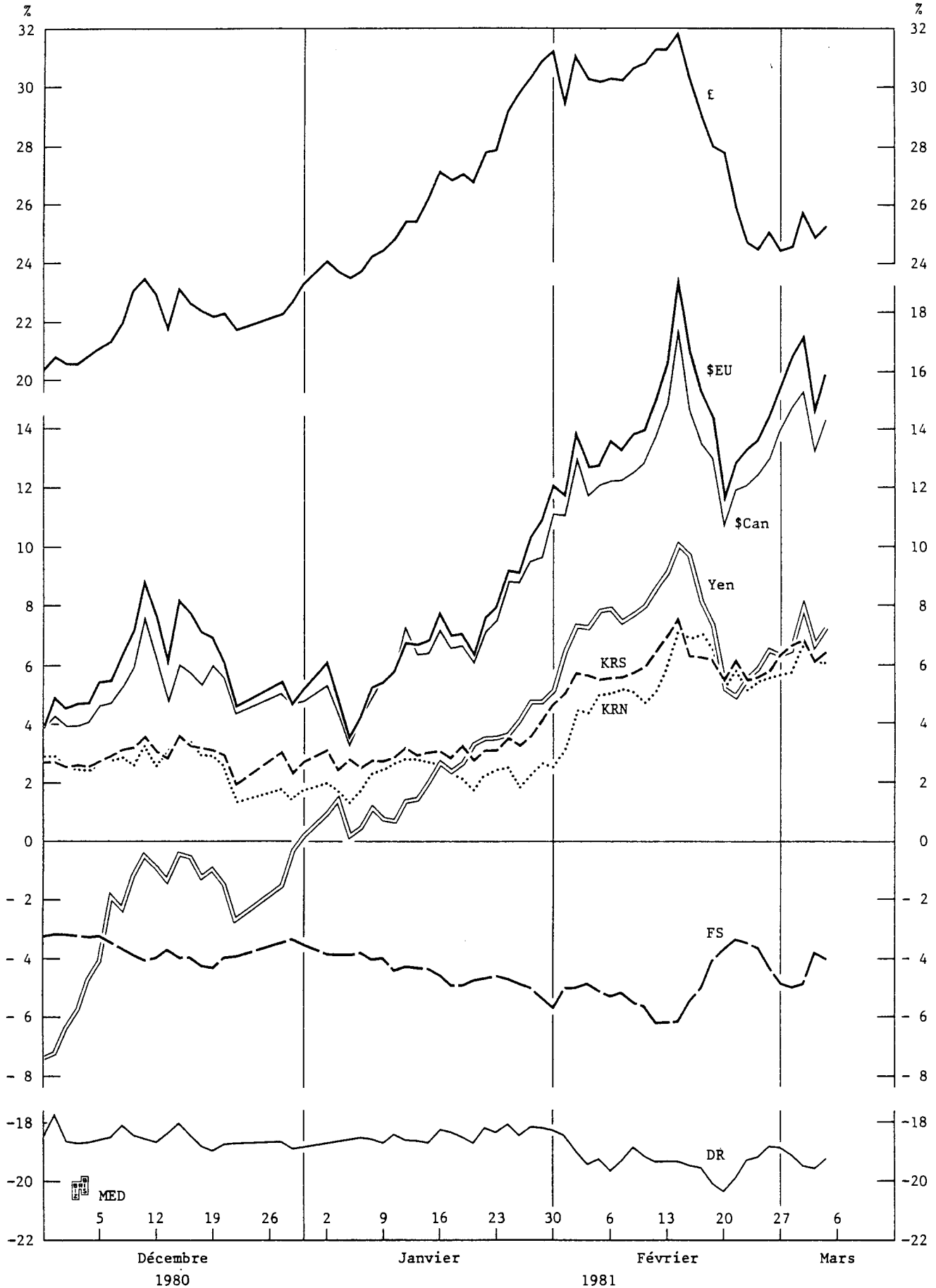
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



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

5 mars 1981

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



* £ 0,677119; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210; DR 49,6672.

Secrétariat

DECLARATION DE M. ORTOLI
A LA SEANCE DU 10 MARS 1981 DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DE LA CEE

La courte note établie par M. Lamfalussy aurait mérité un débat plus long notamment sur le conflit qui peut exister entre les objectifs généraux de la politique économique, rétablissement de l'équilibre, et le résultat qui peut ou pourrait être dans certains cas et suivant certaines techniques, l'érosion du potentiel futur de croissance. En effet, les politiques actuelles risquent d'avoir un type de réussite qui ne correspond pas à leur finalité, à savoir le rétablissement des investissements créateur d'emploi.

Si le débat sur les relations en matière monétaire, principalement avec les Etats-Unis, est important pour chaque Etat membre, il se place désormais au niveau communautaire. En effet, on en discute au sein du Comité des Gouverneurs, du Comité monétaire, du Conseil des Ministres des Finances et probablement au prochain Conseil européen. Il importe donc de tâcher d'avoir une opinion commune sur les politiques économique et monétaire des Etats-Unis et une présentation commune. Or, il y a eu tendance récemment à adopter des attitudes différenciées à l'occasion de voyages de responsables européens aux Etats-Unis, ce qui réduit certainement encore plus les possibilités déjà limitées de pouvoir influencer la politique monétaire.

Dans le dialogue avec les Etats-Unis, un point de départ est unanimement reconnu, à savoir la nécessité pour ce pays de lutter contre l'inflation. Le débat porte en fait sur la combinaison des différentes politiques et sur l'ensemble des techniques monétaires utilisées par les Etats-Unis; il est rendu difficile toutefois, par d'une part, le fait que tout pays est indépendant et libre de choisir

les moyens en fonction de ses objectifs et de ses propres problèmes et facteurs internes, d'autre part, par le fait que l'imperfection des techniques monétaires existantes ne permet pas d'avancer des recommandations précises et sûres.

Trois points néanmoins doivent être soulignés en vue de ce débat.

1. Les techniques monétaires utilisées actuellement par les Etats-Unis sont imparfaitement adaptées à la fois à ce qui est important pour ce pays et au rôle joué par le dollar dans l'économie internationale. Malgré les arguments politiques évoqués, les Etats-Unis devraient pouvoir envisager des techniques un peu plus compliquées et plus adéquates à la situation présente. Il n'est pas question à ce stade de faire des suggestions techniques précises mais une réflexion et un dialogue plus approfondis sur ce sujet seraient souhaitables.
2. Les techniques américaines actuelles sont trop axées sur le court terme, ce qui n'est pas satisfaisant. Sur ce point aussi les Européens doivent réfléchir et exprimer au moins leurs vues dans un dialogue confiant avec les Américains.
3. Dans la mesure où on établira un tel dialogue avec les Etats-Unis, on devrait y inclure la question d'une meilleure coordination des politiques d'intervention. Pour cette question, qui est débattue également au sein du Comité monétaire, on doit éviter de se lancer dans des considérations trop théoriques et on devrait tenir compte de la remarque contenue dans l'essai de M. Lamfalussy à savoir que la monnaie d'intervention ne devrait pas se transformer en monnaie à fin de dépense.

La présentation et le débat concernant les trois points mentionnés ci-dessus soulèvent deux aspects:

- d'une part, il est nécessaire d'examiner de plus près certains éléments techniques car il apparaît que l'analyse des instruments utilisés ou disponibles et leur harmonisation sont encore insuffisantes,

- d'autre part, en matière de procédure, il convient que les Gouverneurs s'interrogent sur la manière dont ces questions seront traitées au niveau des Ministres des Finances et des Chefs d'Etat étant donné la responsabilité des banques centrales dans ces domaines.

En réponse à une question de M. Pöhl sur le sens à donner à l'harmonisation des interventions que M. Ortoli a mentionnée, celui-ci rappelle qu'on a décidé d'avoir une politique coordonnée à l'égard du dollar et que la Bundesbank, en particulier, agit régulièrement avec la "Fédérale" dans le cadre d'un mécanisme d'aide réciproque.

Quelques points importants existent en cette matière:

- l'aspect interne de la coordination des interventions des banques centrales de la CEE à l'égard du dollar;
- la mise en place d'un mécanisme non automatique mais d'examen périodique de l'évolution du dollar
- la recherche avec les Etats-Unis d'une transposition au niveau communautaire d'une partie au moins des arrangements et des actions essentiellement bilatéraux qui existent actuellement entre la "Fédérale" et les banques centrales de la CEE.

En conclusion, M. Ortoli rappelle que dans le dialogue avec les Etats-Unis, les trois voies ci-après devraient être explorées:

- techniques monétaires mieux adaptées,
- objectifs à moins court terme,
- politiques d'interventions mieux coordonnées.