

PROCES-VERBAL\*  
DE LA CENT-CINQUANTE-UNIEME SEANCE  
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES  
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 13 JANVIER 1981 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank et Président du Comité, M. Hoffmeyer, accompagné par MM. Mikkelsen et Dalgaard; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Zolotas, accompagné par MM. Chalikias et Papaefstratiou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, 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 et Boot; M. Loehnis, Associate Director à la Bank of England, accompagné par M. Balfour; 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, Dealtry, Dagassan et Baer.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Morelli successeur de M. Schleiminger en tant que Secrétaire Général du Comité.

I. Approbation du procès-verbal de la 150e séance

Le procès-verbal de la 150e séance, tenue le 9 décembre 1980, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 10 février 1981, et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de décembre 1980 et des premiers jours de janvier 1981: Présentation du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE et adoption de ce rapport par le Comité; Examen du fonctionnement de la concertation intracommunautaire

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal. En outre, M. Heyvaert fournit quelques indications concernant l'évolution, dans son ensemble, de l'année 1980. Celle-ci a été caractérisée par des fluctuations assez marquées du dollar EU, du yen et de la livre sterling. Au cours de 1980, le dollar EU s'est apprécié vis-à-vis des monnaies participant au mécanisme de change du SME, d'environ 12% en moyenne; par rapport à d'autres monnaies tierces, la monnaie américaine, soit s'est appréciée dans une mesure plus faible (11% contre le franc suisse et 5% contre les couronnes norvégienne et suédoise), soit s'est dépréciée (respectivement de 15% et de 7% vis-à-vis du yen et de la livre sterling). L'appréciation du yen, par rapport aux monnaies du mécanisme de change du SME, se chiffre à près de 30% en moyenne et représente donc plus qu'un rattrapage du recul subi en 1979; celle de la livre sterling atteint presque 20%.

Le fonctionnement du SME peut être qualifié de très satisfaisant, notamment si l'on tient compte, d'une part des fortes fluctuations des cours de change des monnaies tierces, en particulier le dollar, d'autre part des imperfections encore marquées de la convergence des politiques économiques au sein du SME. Des tensions n'ont eu lieu qu'en mars et en automne et ont été résolues grâce à la détermination des autorités des pays des monnaies concernées.

Pendant toute l'année 1980, le franc français et le florin ont maintenu une position à la tête de la grille de parités, tandis que le cours de la lire italienne, qui avait fait preuve d'une très grande fermeté encore durant le premier trimestre, a fortement fléchi au cours du deuxième trimestre pour se stabiliser dès lors à un niveau de 3 1/2 à 4% au-dessous de la monnaie la plus forte du mécanisme de change. Le deutsche mark, qui s'était maintenu jusqu'à mi-mai le plus souvent au milieu de la bande communautaire, a ensuite rejoint le franc belge, qui a été, pendant presque toute l'année, la monnaie la plus faible. La couronne danoise a occupé à peu près toutes les positions mais, à partir du mois de juillet, elle s'est trouvée plutôt dans la partie supérieure de la bande communautaire. La livre irlandaise, qui durant le premier trimestre était encore parmi les monnaies les plus faibles du

mécanisme, s'est raffermie par la suite. Au cours des deux derniers mois de 1980, elle a cependant glissé dans la partie inférieure de la grille de parités du SME.

En 1980, le seuil de divergence n'a été atteint que par une seule monnaie, à savoir le franc belge et seulement à une ou deux reprises en mars. Le franc français, le florin et le deutsche mark ont été parmi les monnaies qui se sont, quelquefois, rapprochées le plus de leurs seuils supérieur pour les deux premières ou inférieur pour la troisième, sans pour autant les atteindre.

Ainsi qu'il ressort du tableau spécial, remis aux membres du Comité, les interventions en monnaies communautaires ont porté sur un montant équivalent de 8,6 milliards de dollars EU, dont 55% représentaient des interventions intramarginales alors que le solde de 45% a été effectué aux cours limites. Les interventions en monnaies communautaires ont fait l'objet d'un financement à très court terme pour environ 30% et d'un règlement au comptant par transfert d'Ecus pour 37%; le solde représente essentiellement des achats de DM par la Banque de France et, dans une moindre mesure, de la Nederlandsche Bank. Le produit de ces acquisitions a été affecté aux réserves de ces deux banques centrales.

Les interventions en dollars (y compris celles de la Federal Reserve Bank of New York contre monnaies européennes) ont atteint 18 milliards à l'achat et 30 milliards à la vente.

Compte tenu des interventions en monnaies communautaires, le montant total des ventes de ces monnaies s'est élevé à l'équivalent de 26,6 milliards de dollars EU, celui des achats à 38 milliards de dollars EU. Les soldes nets les plus importants à l'achat concernent le DM (14 milliards), le franc belge (3,7 milliards) et la lire italienne (3,3 milliards) tandis que le franc français (7,1 milliards) le florin (1,6 milliard) et la livre sterling (2,2 milliards) ont fait l'objet des ventes nettes les plus élevées.

M. Gleske ajoute que les achats de deutsche marks, effectués par la Federal Reserve Bank of New York, ont été également motivés par le souhait de réduire les engagements libellés en DM des Etats-Unis ou de constituer des avoirs en cette monnaie, en vue du remboursement d'engagements à échéance ultérieure. Ainsi, 5 milliards de deutsche marks ont été affectés à la liquidation de la dette résultant des tirages antérieurs sur la facilité de swap avec la Deutsche Bundesbank; le solde représente sensiblement le montant de deutsche marks qui sera nécessaire pour

rembourser les "Carter bonds" qui viendront à échéance pour la première fois le 1er décembre 1981. La position ouverte en DM au titre de l'utilisation du produit de ces titres a pu de la sorte être couverte. Les avoirs en deutsche marks de la Federal n'ont été cependant placés que partiellement auprès de la Deutsche Bundesbank. En effet, 4,5 milliards de deutsche marks ont été investis en billets du gouvernement fédéral allemand et une partie est détenue auprès de la BRI.

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

III. Coordination des politiques de change des banques centrales de la CEE à l'égard du dollar: échange de vues sur l'appréciation du comportement des principales monnaies, en particulier le dollar, sur la base de réflexions que M. Lamfalussy présentera en séance

A. Exposé de M. Lamfalussy

Sur la base du jeu de graphiques ci-joint qui a été remis à Bâle aux participants à la séance du Comité des Gouverneurs, M. Lamfalussy présente l'exposé résumé ci-après.

1. Evolution récente du dollar vis-à-vis des monnaies européennes

Les graphiques 2a à 2g montrent l'évolution des cours au comptant et à terme du \$EU vis-à-vis de chacune des monnaies communautaires (le cours à terme étant un cours implicite calculé sur la base de la parité des taux d'intérêt sur les euro-marchés) ainsi que l'évolution des différentiels de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et chacun des pays de la CEE. Ces graphiques font ressortir un contraste assez marqué entre 1979 et 1980. En effet, alors que, pendant toute l'année 1979, les mouvements des cours de change du \$EU vis-à-vis des monnaies européennes ont été négativement corrélés avec ceux des différentiels de taux d'intérêt (par exemple, entre juin et décembre 1979, le différentiel de taux d'intérêt a eu tendance à augmenter mais le dollar EU n'a cessé de se déprécier vis-à-vis du DM), on observe à partir de février 1980 une corrélation positive marquée. Cette observation s'applique à tous les pays communautaires sauf au Royaume-Uni (cf. ci-après).

La corrélation positive, entre taux de change du dollar par rapport aux monnaies du SME et différentiels de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Europe, semble s'expliquer par une modification radicale des

attentes en matière de taux de change. En effet, à partir de mars 1980, la situation semble être caractérisée par des attentes incertaines, voire l'absence d'attentes marquées dans l'une ou l'autre direction. Cette constatation peut être vérifiée par les graphiques 2a et 2b, qui font ressortir que le cours à terme du dollar EU vis-à-vis du DM et du franc français est resté plus ou moins stable depuis le mois de mars 1980. L'attente traditionnelle d'un dollar faible et d'un deutsche mark fort a été ainsi brouillée en 1980.

En ce qui concerne les raisons sous-jacentes de cette modification des anticipations, il faut d'abord mentionner l'application aux Etats-Unis d'une nouvelle méthode de contrôle monétaire depuis octobre 1979. Les marchés ont du mal à interpréter les développements monétaires et, si la nouvelle technique monétaire n'a pas rétabli la confiance dans le dollar, elle a eu tendance à brouiller les attentes et à créer une incertitude qui est encore accentuée par la perspective de l'entrée en fonction de la nouvelle administration. Simultanément, le déficit de la balance des paiements courants de l'Allemagne ainsi que certains facteurs politiques ont pesé sur le cours du deutsche mark. Toutefois, le souvenir d'un mark fort est encore assez présent pour qu'une grande incertitude se manifeste à l'égard de l'évolution de son taux de change.

En revanche, la corrélation négative entre le cours du dollar EU et la livre sterling s'explique par les attentes d'une poursuite de la hausse de la livre sterling, attentes pour lesquelles les facteurs suivants ont joué: l'orientation de la politique économique et de la politique monétaire du Royaume-Uni, la position de ce dernier en tant que producteur de pétrole et la personnalité du Premier Ministre.

## 2. Incidence de l'évolution des cours de change du dollar EU sur le fonctionnement du SME

Ainsi qu'il a déjà été mentionné par M. Heyvaert, les fortes fluctuations des cours de change du dollar EU n'ont pas provoqué des tensions majeures dans les relations de change au sein du SME. Il est cependant à noter que la plupart des monnaies participant au mécanisme de change du SME se sont appréciées vis-à-vis du deutsche mark, depuis mars 1980, alors que les différentiels de taux d'intérêt en faveur de ces monnaies se sont réduits considérablement (cf. graphiques 4 et 5a, b, c, d).

Cette situation reflète une modification substantielle des anticipations de taux de change, notamment à l'égard du deutsche mark; elle confirme que, tant que celui-ci n'est pas au sommet de la bande, l'évolution du dollar ne cause pas de problèmes pour les relations de change au sein du SME. En revanche, les fluctuations erratiques et le niveau très élevé des taux d'intérêt américains ont créé des difficultés pour l'économie intérieure des pays de la CEE et ont porté, dans certains cas, les taux réels à des chiffres positifs élevés. Il semble peu probable, toutefois, que des changements importants se produisent dans la politique monétaire américaine et on peut s'attendre encore à des taux d'intérêt élevés avec des fluctuations prononcées.

### 3. Conclusions

La nouveauté de 1980 a donc été: la stabilisation ou l'incertitude des anticipations des cours de change qui a permis à la corrélation, sur la base des différentiels de taux d'intérêt, de s'affirmer.

Ce phénomène de clair-obscur des anticipations est néanmoins plus l'exception que la règle et constitue un "équilibre instable" qui ne peut pas être de longue durée dans un régime de taux flottants.

En ce qui concerne l'évolution future, deux scénarios sont concevables:

Selon un premier scénario, des attentes optimistes pourraient s'établir à l'égard du dollar EU, notamment si la politique monétaire américaine reste conservatrice et donne lieu à un jugement favorable des marchés et si, sur le plan des facteurs fondamentaux, une baisse du taux d'inflation se produit. Cette tendance serait confortée dans la mesure où le pessimisme concernant l'évolution future de la balance des paiements courants de l'Allemagne ainsi que des facteurs politiques continueraient à peser sur le cours du deutsche mark. Une telle situation ne comporterait pas de danger pour la cohésion des monnaies du SME, comme le suggère l'expérience de l'année 1980. Toutefois, elle aurait pour conséquence, soit une dépréciation de l'ensemble des monnaies du SME vis-à-vis du dollar EU et, partant, une accélération de l'inflation à travers des prix plus élevés à l'importation, soit la nécessité, pour les pays membres du SME, de maintenir des taux d'intérêt (en particulier des taux réels) très élevés en vue d'empêcher une dépréciation de leur monnaie, soit - probablement - ces deux développements à la fois.

Selon un second scénario, on pourrait assister à un retour à la situation observée dans les années 1970 si, d'une part, le rythme d'inflation aux Etats-Unis s'accélérait et la politique monétaire était infléchie, d'autre part, l'Allemagne réussissait à rétablir un équilibre dans sa balance des paiements courants. Dans ce cas, l'apparition de tensions dans le SME ne pourrait pas être exclue.

#### B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Lamfalussy pour l'exposé intéressant. Personnellement, il est moins pessimiste quant à l'instabilité de l'équilibre actuel. En effet, durant les années 1970, le facteur le plus déstabilisateur dans les relations de taux de change a été la volatilité des mouvements de capitaux à court terme. Or, par suite du durcissement des politiques de taux d'intérêt, on observe presque partout des taux d'intérêt réels positifs qui devraient contribuer à stabiliser les flux de capitaux à court terme. L'équilibre actuel pourrait donc être moins instable que l'a suggéré l'exposé de M. Lamfalussy.

M. Lamfalussy pense que les mouvements de capitaux à court terme sont essentiellement le résultat des différentiels de taux d'intérêt nominaux, tandis que les différences en matière de taux d'inflation influent plutôt sur les attentes de taux de change, celles-ci étant également influencées par d'autres facteurs tels que la situation en matière de balance des paiements courants. On peut, par conséquent, se demander si des taux d'intérêt réels positifs sont susceptibles de stabiliser les mouvements de capitaux à court terme.

M. Zolotas souligne que les taux d'intérêt devraient, en général, se situer à un niveau permettant de compenser le taux d'inflation. Si, en revanche, ils dépassent largement le taux d'inflation, comme par exemple aux Etats-Unis où le "prime rate" a atteint 22%, tandis que le rythme de la hausse des prix n'a été que de 13%, un déséquilibre sur le plan mondial est inévitable. Ce déséquilibre n'a pas porté atteinte au fonctionnement du SME, mais il a bouleversé sérieusement les marchés monétaires et financiers. En outre, il a eu pour effet une dépréciation des cours de change des monnaies communautaires participant au mécanisme de change du SME et, partant, un relèvement du prix en monnaie nationale du pétrole. Le niveau élevé des taux d'intérêt américains alourdit ainsi considérablement la charge des pays qui sont fortement endettés.

La poursuite de la politique monétaire actuelle des Etats-Unis pourrait entraîner des répercussions graves pour les autres économies nationales. On peut donc se demander si les autorités américaines ne devraient pas considérer la possibilité de décourager les afflux de capitaux par l'introduction de réserves obligatoires telles qu'elles ont été en vigueur en Allemagne en 1978. De cette façon, il serait possible de dissocier, dans une certaine mesure, les mouvements des taux d'intérêt sur les euro-marchés de ceux des taux d'intérêt internes.

M. Sarcinelli remercie M. Lamfalussy de son analyse claire de problèmes difficiles et complexes. L'expérience de la majeure partie de l'année 1980 a montré que, parmi les principales causes déterminantes de l'évolution des cours de change, à savoir les différentiels de taux d'inflation, la situation des comptes courants et les différentiels de taux d'intérêts, ces derniers ont joué un rôle prédominant, renforcé dans quelques cas par la situation des comptes courants. Des taux d'inflation élevés ont souvent signifié des taux d'intérêt élevés et une monnaie forte. Les considérations à court terme ont dominé les marchés de change. A son avis, il est probable que durant l'année 1981 les mouvements des taux d'intérêt, en combinaison avec les développements en matière de balance des paiements courants, continueront de l'emporter sur les facteurs fondamentaux, étant donné les délais avec lesquels les différentiels de taux d'inflation sont reflétés dans les paiements courants et dans les taux de change. Les taux d'intérêt nominaux se sont révélés être l'élément déterminant des flux de capitaux énormes qui se sont produits. Ces interventions des banques centrales ont été importantes mais très souvent elles n'ont pas pu empêcher des tensions dans les marchés des changes.

Si les considérations de nature internationale ne sont pas suffisamment prises en considération lors de la conduite des politiques monétaires - ce qui semble être le cas - on devrait se retrouver dans une situation analogue à celle de 1980, avec la conséquence d'un délai supplémentaire tant pour l'ajustement de la balance des paiements courants que pour la reprise de l'activité économique. En effet, si un grand pays éprouvant un excédent des paiements courants maintient ses taux d'intérêt à un niveau élevé, les autres pays sont obligés d'en faire de même en vue de couvrir par des importations de capitaux leurs déficits courants dus largement à l'enchérissement du pétrole. Une telle situation est très comparable à celle observée en 1974 et comporte le danger d'une récession grave de l'activité économique sur le plan mondial qui résoudrait, en définitive, le problème du déficit des comptes courants.

En ce qui concerne la coordination des politiques de change vis-à-vis du dollar EU, il semble qu'en dépit du changement dans les relations de change



entre le dollar EU et le deutsche mark la responsabilité pour la politique vis-à-vis du dollar est restée auprès de la Bundesbank. Il est vrai, toutefois, que, dans le passé récent, la cohésion au sein du SME a été assurée, dans une mesure appréciable, au moyen d'interventions en monnaies communautaires réglées en Ecus ou d'un recours au financement à très court terme. Il y a lieu de rappeler à cet égard que, pour être effectif, un système de règlements en Ecus requiert un statut bien défini de l'Ecu. Dans ces conditions, on peut se demander s'il ne serait pas opportun d'étudier des mécanismes dans le cadre desquels les pays partenaires pourraient accumuler des deutsche marks en deçà de certaines limites en montants - appropriées et mutuellement acceptées - au cas où la dépréciation du DM vis-à-vis du dollar EU serait considérée comme excessive au regard des tendances fondamentales. Cela équivaut évidemment à laisser un pays déficitaire financer lui-même son déficit en fournissant sa propre monnaie, procédé qui ne conduit pas, en général, à l'équilibre. Toutefois, en vue de ne pas créer des conflits avec la politique monétaire interne de l'Allemagne, les avoirs en deutsche marks pourraient être détenus auprès de la Deutsche Bundesbank.

M. de Strycker fait remarquer que l'exposé de M. Lamfalussy suggère que dans les conditions régnant en 1980, à savoir l'absence d'attentes marquées de taux de change, les banques centrales sont en mesure de régulariser le cours de change de leur monnaie en utilisant la politique de taux d'intérêt. Toutefois, cette constatation qui est vraie pour les relations entre le dollar et les monnaies européennes, ne l'est plus guère pour les relations de change entre ces dernières monnaies. En effet, on remarque par exemple que, malgré le niveau très élevé des taux d'intérêt en Belgique, le franc belge s'est retrouvé constamment au bas de la bande communautaire du SME tandis que le florin néerlandais a figuré parmi les monnaies les plus fortes malgré des taux d'intérêt modérés et un différentiel très faible par rapport au deutsche mark.

M. Lamfalussy précise que la corrélation positive qu'il a mentionnée dans son exposé se situe entre les mouvements (et non les niveaux) des différentiels de taux d'intérêt et l'évolution des cours de change. Il serait en fait très difficile d'établir une corrélation entre les cours de change et les niveaux des différentiels de taux d'intérêt. En outre, l'influence prédominante des différentiels de taux d'intérêt sur l'évolution des taux de change constitue un phénomène exceptionnel plutôt que la règle.

M. de la Genière indique que l'exposé de M. Lamfalussy, qui a été comme toujours extrêmement intéressant et stimulant, appelle trois commentaires.

En premier lieu, même si M. Lamfalussy n'a pas exprimé de choix entre les deux scénarios qu'il a présentés, il a tout de même dit que la politique monétaire américaine ne devrait pas subir une modification importante dans le proche avenir. Il faut donc s'attendre, au moins à court terme, à des fluctuations marquées des taux d'intérêt applicables au dollar EU autour d'un niveau assez élevé et, partant, à la persistance de la situation observée depuis fin 1979.

Deuxièmement, il est à noter que la bonne cohésion des monnaies communautaires au sein du SME, malgré les fluctuations du cours de change et des taux d'intérêt du dollar, est essentiellement due au fait que tous les pays concernés éprouvent des déséquilibres économiques. Dans le cas de l'Allemagne, ce déséquilibre s'exprime par un déficit très important de la balance des paiements courants, et se traduit par une position du deutsche mark moins forte que d'habitude. Ainsi, la meilleure situation du franc français reflète autant la faiblesse actuelle du deutsche mark que les facteurs propres à la monnaie française. Si les pays européens ne peuvent exercer une influence sur la politique des Etats-Unis, ils doivent à plus forte raison, en vue d'assurer une cohésion à plus long terme du SME, réduire leurs déséquilibres internes. Selon les pays, ceux-ci prennent la forme de déficits des paiements courants ou des finances publiques ou encore d'indexation rigide des revenus.

Enfin, l'évolution tout à fait spécifique du cours de change de la livre sterling ne répond pas à un schéma classique et suscite au moins deux questions: Quels sont les facteurs sous-jacents de la hausse de la livre sterling et est-ce que cette hausse continuera ? Qu'est-ce qui se serait produit si la livre sterling avait participé au mécanisme de change du SME ?

M. Zijlstra pense que les attentes en matière de taux de change ont joué, en 1980, un rôle encore plus important qu'au cours des années précédentes. On constate une tendance à considérer les attentes comme une variable indépendante, alors qu'en fait, elles sont établies et ajustées par les agents économiques en fonction des développements de la politique économique et des facteurs fondamentaux. Ainsi, les déficits importants des finances publiques ont constitué un des facteurs à l'origine du changement significatif des anticipations de taux de change. M. Zijlstra se demande en outre si l'analyse de l'évolution des cours de change au comptant et à terme et de l'influence des attentes ne pourrait pas être approfondie en comparant les cours à terme effectifs avec les cours à terme théoriques car la différence entre ces deux catégories de cours devrait donner un indicateur des attentes.

M. Pöhl complimente M. Lamfalussy pour son analyse, qui a exposé, avec beaucoup de clarté, le dilemme devant lequel se trouvent les pays européens. Ce dilemme tient au fait qu'un dollar EU fort a, nécessairement, pour contrepartie un deutsche mark faible et vice versa. Il y a lieu de rappeler que les pays européens ont toujours marqué un intérêt dans un dollar fort, car un affaiblissement de celui-ci, par suite d'un échec de la lutte contre l'inflation et d'une dégradation de la balance des paiements courants, aurait des répercussions néfastes sur le plan mondial, notamment sur l'évolution du prix du pétrole. Outre le niveau des taux d'intérêt aux Etats-Unis, certains facteurs fondamentaux soutiennent le cours de change du dollar. Certes, le rythme de la hausse des prix continue d'être très élevé, mais dans le domaine de la balance des paiements courants, les Etats-Unis ont pu réaliser un excédent substantiel. Bien que cet excédent résulte pour une bonne partie du ralentissement de l'activité économique, il devrait persister au moins dans l'avenir proche. Par ailleurs, les marchés semblent croire que les Etats-Unis sont plus capables que les pays européens de réduire leur dépendance à l'égard des importations de pétrole.

En revanche, l'Allemagne n'a pas encore fait, jusqu'à présent, de progrès dans la voie de l'ajustement de la balance des paiements courants et les prévisions pour l'année 1981 sont incertaines. Le nouveau renchérissement du pétrole constituera un facteur négatif, bien que son effet sur la balance des paiements courants sera compensé partiellement par une réduction de la consommation de pétrole. De toute façon, il ne faut pas s'attendre à une amélioration spectaculaire des comptes courants telle qu'elle a été observée en 1980 dans le cas du Japon. D'une part, ce dernier pays a joui d'une position compétitive améliorée par suite de la forte dépréciation du yen en 1979; d'autre part, le Japon a réussi à s'ouvrir de nouveaux marchés, notamment dans les pays de l'OPEP et à empêcher, au moyen d'une discipline des salaires, que l'effet de la dépréciation du yen ne se répercute sur les prix internes. La réévaluation du yen en 1980 a cependant entraîné une forte détérioration de la compétitivité de l'économie japonaise.

La réalisation du scénario d'un dollar fort dépendra également, dans une large mesure, de la question de savoir si l'Allemagne réussira à éviter la répercussion de la hausse des prix à l'importation sur les prix internes dont le rythme de progression a marqué récemment une accélération. A cet égard, les résultats des dernières négociations salariales, qui portent sur une augmentation de 5% des salaires nominaux, peuvent donner lieu à un certain optimisme. D'autre part, par suite du

différentiel de taux d'intérêt largement négatif vis-à-vis de l'extérieur, les mouvements de capitaux du secteur privé se sont soldés en 1980 par un déficit très important qui n'a pu être compensé que par les importations de capitaux du secteur public. Ainsi, l'ensemble du déficit en compte courant (près de 28 milliards de DM) a dû être financé par prélèvement sur les réserves extérieures.

Une autre politique ne serait pas acceptable. En effet, un relèvement des taux d'intérêt, qui devrait être substantiel pour entraîner une modification des attentes, renforcerait encore le ralentissement de l'activité économique. De surcroît, l'Allemagne et les autres pays de la Communauté se mettraient ainsi complètement "à la remorque" de la politique monétaire américaine, acceptant des fluctuations des taux d'intérêt aussi prononcées que celles enregistrées aux Etats-Unis. C'est déjà un peu ce que l'Europe a fait et, par exemple, le niveau des taux d'intérêt allemand est plus élevé qu'il semble approprié eu égard à l'état conjoncturel de l'économie allemande.

Dans ces conditions, il importe de maintenir le taux d'inflation à un niveau bas car une accélération de la hausse des prix en Allemagne ne pourrait avoir que des effets néfastes sur les attentes de taux de change. Il en serait de même pour un accroissement du déficit du compte courant tandis qu'une légère amélioration de la situation pourrait déjà influencer favorablement sur ces anticipations. Etant donné la part élevée du commerce intracommunautaire, le déficit allemand risquerait toutefois d'être transféré aux autres pays de la Communauté, à moins, ce qui serait idéal, que l'ajustement s'effectue à travers l'accroissement des exportations vers les pays tiers. Une telle stratégie trouve cependant ses limites dans nombre de facteurs politiques, économiques et financiers, par exemple les difficultés qu'éprouvent les pays en voie de développement quant à la couverture, par de nouveaux emprunts, de leur déficit de la balance des paiements.

M. Pöhl conclut en pensant que, pour le proche avenir, le premier scénario, favorable au dollar, est plus plausible, mais que la situation pourrait changer au cours de l'année 1981, car il est possible que la conjoncture s'améliore aux Etats-Unis et sur le plan mondial, et que la position compétitive de l'économie allemande fasse des progrès.

Le Président remercie M. Pöhl de la franchise avec laquelle il a exposé les différentes options de politique économique dans le cas de l'Allemagne; il pense que les autorités allemandes sont conscientes des préférences des autres pays à l'égard de ces options.

M. Loehnis estime que la corrélation négative, constatée par M. Lamfalussy, entre l'évolution du cours de change de la livre sterling

et les différentiels de taux d'intérêt ne s'applique, grosso modo, qu'au second semestre 1980, tandis qu'entre juin 1979 et mai 1980 on observe une corrélation positive entre les deux courbes. Une comparaison avec les données applicables au Japon, dont la monnaie a également subi une forte hausse en 1980, pourrait être utile en vue d'arriver à une conclusion sur les poids respectifs des différents facteurs. Parmi les facteurs qui ont soutenu le cours de la livre, il faut notamment mentionner le renversement de l'évolution de la balance des paiements courants, la position de la livre sterling en tant que "monnaie pétrolière", ainsi que le ralentissement du rythme d'inflation (le taux annuel est tombé de 22% en mai 1980 à 15% et, pour les 6 derniers mois, le rythme annuel n'est plus que 10%) qui a renforcé la confiance dans la résolution manifestée par le gouvernement britannique de lutter contre l'inflation. Le comportement de la livre sterling sur les marchés des changes n'est anormal qu'en ce sens qu'il constitue un défi à la théorie de la parité des pouvoirs d'achat réels.

M. Loehnis préfère ne pas spéculer sur les conséquences éventuelles qu'aurait eu, en 1980, une participation de la livre sterling au mécanisme de change du SME pour le fonctionnement de ce mécanisme. En ce qui concerne les prévisions pour l'avenir, il indique que le facteur "pétrole", l'état développé du marché financier à Londres (grâce auquel le Royaume-Uni attire une partie importante des investissements des pays OPEP en actifs financiers) ainsi que le fait que les prochaines élections n'auront lieu qu'en 1984, devraient influencer favorablement sur le cours de la livre sterling. En revanche, la perte de compétitivité pourrait avoir des conséquences pour le développement du compte courant non-pétrolier. L'amélioration de celui-ci, en 1980, s'est produite essentiellement à travers la réduction des importations qu'a entraînée la récession qui a masqué ainsi l'effet de la perte de compétitivité de l'économie britannique. L'évolution du taux d'inflation, dans le contexte d'une reprise modeste de l'activité économique à laquelle on s'attend pour le second semestre de 1981, dépendra de la question de savoir si les Britanniques continueront de vivre au-dessus de leurs moyens ou si l'on assistera à un changement profond des attitudes et des attentes du public.

M. Murray souligne que pour l'Irlande l'évolution de la livre sterling est beaucoup plus significative que celle du dollar. La participation de l'Irlande au SME s'est inspirée, à l'époque, de la préoccupation de stabiliser les relations de change avec l'extérieur et, partant, d'éviter l'importation d'inflation. Or, tout en ayant réussi à se maintenir à l'intérieur du SME, le taux de change effectif de la livre irlandaise, du fait de l'impact de la livre sterling, a subi la plus forte dépréciation

parmi toutes les monnaies participant au mécanisme de change du SME. Cette situation constitue un dilemme sérieux pour la politique de taux de change irlandaise. Il suggère que le Comité considère de manière plus approfondie le scénario d'une participation de la livre sterling au mécanisme du SME, scénario auquel M. de la Genière a fait allusion mais qu'il conviendrait d'examiner prochainement.

M. Magnifico fait remarquer, au sujet de l'observation faite par M. Zijlstra sur l'évolution des cours à terme effectif et théorique, que dans le cadre du SME les deux cours peuvent en fait s'écarter. En effet, si par exemple le cours observé à 3 mois suivait fidèlement le cours à 3 mois théorique, cela pourrait signifier, dans l'hypothèse d'importants différentiels de taux d'intérêt, que le cours au comptant attendu dans trois mois se situerait en dehors des marges de fluctuations fixes. Par conséquent, le coût de couverture du risque de change pour de courtes périodes s'amenuise et les taux de change réciproques à l'intérieur du SME marquent une certaine lourdeur. En revanche, les cours des monnaies qui ne participent pas à un arrangement de taux de change stables tendent à être plus volatiles et peuvent de la sorte attirer davantage les capitaux. Par exemple, si un pays dont la monnaie flotte librement maintient des taux d'intérêt nominaux très élevés parce qu'il a un fort taux d'inflation, l'acheteur de la monnaie de ce pays obtient non seulement la différence de taux d'intérêt mais aussi un gain de change. En effet, cette monnaie tendra à s'apprécier sous l'effet de l'afflux de capitaux et du fait qu'elle n'est pas soumise à une contrainte de change. Aussi, lorsque les opérateurs aperçoivent-ils un déséquilibre dans un pays du SME, ils se tournent vers les devises tierces, principalement le dollar, sur lequel l'ajustement tend ainsi à se concentrer.

M. Lamfalussy fait remarquer, au sujet des observations faites par M. Zijlstra, qu'il est d'accord avec la constatation selon laquelle, à long terme, les attentes doivent nécessairement s'ajuster aux faits. Toutefois, il reste la question de savoir à quel moment s'opère cet ajustement, c'est-à-dire à quel moment l'approche "parité de pouvoirs d'achat réels" l'emporte sur l'approche "portefeuille".

En outre, M. Lamfalussy reconnaît que son analyse des graphiques a trop simplifié le processus de détermination des cours de change. Il est entendu que la causalité joue dans les deux sens et que les déterminants des cours de change sont interdépendants; ainsi, par exemple, un relèvement des taux d'intérêt peut influencer sur les attentes et vice versa.

M. Lamfalussy se propose également de reprendre la suggestion faite par M. Zijlstra de comparer les cours à terme observés avec les cours à terme implicites, mais il doute qu'il puisse y avoir des différences sensibles entre les deux catégories de cours, étant donné la rapidité et l'efficacité de l'arbitrage.

Enfin, M. Lamfalussy présente quelques commentaires sur les interventions précédentes des Gouverneurs. La question de savoir si la fermeté extraordinaire de la livre sterling pourra se maintenir dépendra également de l'évolution des salaires réels. Ces derniers ont augmenté fortement pendant la première phase du nouveau gouvernement britannique et ce mouvement, en combinaison avec l'appréciation de la livre sterling et un faible gain de productivité, a exercé une pression sérieuse sur le secteur des entreprises si bien que la politique économique anglaise a pesé exclusivement sur ce dernier secteur. Dans ces conditions, il est difficile de voir comment le cours de change de la livre sterling pourrait se développer en fonction de la parité des pouvoirs d'achat réels. Il semble clair, en outre, que le gouvernement britannique ne pourrait guère maintenir sa politique actuelle s'il n'y a pas une baisse des salaires réels; les développements récents dans ce domaine autorisent cependant un certain optimisme.

En ce qui concerne la comparaison faite par M. Pöhl entre l'Allemagne et le Japon, M. Lamfalussy indique que la modification brusque des attentes concernant le cours de change du yen devrait avoir eu pour origine la perception, par les marchés, des facteurs suivants:

- l'absence de transmission, sur les prix et les salaires internes, de la hausse vertigineuse des prix à l'importation résultant de la dépréciation du yen en 1979,
- le début d'une amélioration de la balance des paiements courants,
- le relèvement assez important, dans le courant du printemps 1980, des taux d'intérêt au Japon, par lequel les autorités ont signalé aux marchés leur détermination de poursuivre désormais une politique plus conservatrice.

Le Président clôt la discussion en remerciant M. Lamfalussy de son exposé qui a stimulé un débat important et utile.

#### IV. Analyse des séries statistiques mensuelles

En raison de l'heure avancée, le Comité ne procède pas à cette analyse mais le Président signale que les Gouverneurs disposent, pour la première fois, de données sur la Grèce dans la documentation qu'ils ont reçue.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Création d'une zone franche bancaire à New York

M. Loehnis rappelle que les propositions à cet égard, qui remontent à décembre 1978, ont fait l'objet de réserves de la part de plusieurs banques centrales européennes. Il avait été avancé notamment que la création d'une telle zone présente le risque d'entraîner vraisemblablement l'instauration de zones similaires dans d'autres villes des Etats-Unis, d'encourager de petites banques à s'engager dans une activité financière internationale et de susciter l'imitation dans d'autres pays. En outre, une mise en garde avait été exprimée contre les conséquences à plus long terme de l'idée de fournir à un centre financier de premier rang des avantages compétitifs en matière fiscale vis-à-vis d'autres centres financiers.

Contrairement à ce qu'on pouvait espérer à l'époque, ces réserves ne semblent pas avoir influencé l'opinion de la "Federal" sur la création d'une zone franche bancaire. En novembre dernier, la "Federal" a annoncé qu'elle avait approuvé des projets de propositions selon lesquelles la zone franche bancaire serait créée en octobre 1981. Récemment, elle a publié formellement ces propositions, invitant toutes les parties intéressées à faire, d'ici le 13 février 1981, des commentaires sur les questions de détail.

M. Loehnis pose au Comité les deux questions ci-après :

- Est-ce que l'une ou l'autre des banques centrales de la CEE envisage de réaffirmer ses réserves exprimées en 1979 à l'égard de la création d'une zone franche bancaire et de présenter des commentaires sur les questions de détail (qui ne sont cependant pas d'une portée internationale) ?
- Est-ce que les banques centrales de la CEE partagent encore l'avis selon lequel la création d'une zone franche bancaire à New York pourrait donner lieu, dans d'autres pays, à des pressions en faveur d'actions similaires ?

M. Pöhl indique que la Deutsche Bundesbank maintient ses réserves à l'égard du projet américain qui, en fait, comporte le danger mentionné par M. Loehnis. Il a cependant l'impression que le projet est déjà trop avancé pour que les banques centrales européennes puissent encore y changer quoique ce soit.

En réponse à une question du Président, M. Loehnis reconnaît que, sur le plan des faits, la décision a été déjà prise. Néanmoins, il pourrait être utile de faire savoir à la "Federal" que les banques centrales n'ont pas changé leur avis exprimé en 1979.



M. Zijlstra propose que les banques centrales réfléchissent, jusqu'à la séance de février, à l'opportunité d'exprimer à nouveau leurs réserves sur le projet américain, réserves qui pourraient être présentées lors de la séance des Gouverneurs des banques centrales du groupe des Dix, le 9 février 1981, à Bâle.

Le Comité approuve la suggestion de M. Zijlstra.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

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

---

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

---

DECEMBRE 1980

---

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation\* et les interventions de celles-ci durant le mois de décembre 1980 et les premiers jours de janvier 1981.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Le mois de décembre a été caractérisé essentiellement par:

- des fluctuations importantes des taux d'intérêt à court terme applicables au dollar EU et des cours de change de ce dernier, lesquels s'inscrivent finalement en nouveau progrès sur presque toutes les places;
- la hausse de la livre sterling vis-à-vis des autres monnaies européennes et du dollar EU;
- la très grande fermeté générale du yen;
- l'absence de tensions notables entre les monnaies participant au mécanisme de change du système monétaire européen.

Le dollar EU a continué de se raffermir au début de décembre. Les participants aux marchés des changes, constatant que les agrégats monétaires américains s'écartaient sensiblement de leur objectif, ont interprété

---

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

chaque relèvement des taux d'intérêt de l'euro-dollar et des taux débiteurs de base pratiqués aux Etats-Unis comme une preuve supplémentaire de la détermination de la "Réserve Fédérale" de restreindre la demande de monnaie et de crédit. Les mesures prises le 5 décembre par la "Réserve Fédérale" (relèvement de 1 point du taux d'escompte, porté à 13%, et majoration de la "surcharge" pénalisant les recours trop fréquents à l'emprunt) n'ont fait que confirmer cette impression. L'instabilité persistante en Pologne et au Moyen-Orient a également incité à convertir en dollars des capitaux détenus en monnaies d'Europe continentale. Aussi la monnaie américaine a-t-elle vivement progressé, dans un marché étroit, jusqu'à un niveau, vis-à-vis des monnaies participant au mécanisme de change du SME, qui est le plus élevé enregistré depuis plus de deux ans.

Ultérieurement, le dollar est retombé de façon accusée, le marché ayant réagi sous l'impression que les taux d'intérêt américains étaient à leur maximum. Deux semaines consécutives de baisse des agrégats monétaires américains vinrent conforter cette anticipation. Quant les taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis et sur l'euro-dollar ont fléchi, le dollar s'est trouvé alors offert sur le marché, perdant jusqu'à 4 3/4% par rapport à ses maxima antérieurs contre le deutsche mark et les autres monnaies participant au mécanisme de change du SME.

Après les vacances de Noël, le dollar se renforça, les opérateurs ayant le sentiment que les taux d'intérêt américains ne baisseraient sans doute guère plus par rapport à leurs maxima de décembre. Bien que la demande de dollars émanant du secteur commercial ne fût pas très vive, elle a suffi à faire remonter la monnaie américaine qui, à la fin du mois, enregistrait en définitive une hausse de 2% par rapport aux monnaies d'Europe continentale. Pour l'ensemble de l'année 1980, le dollar avait ainsi progressé au total de 14 1/2%, terminant à des cours voisins des maxima enregistrés fin mars/début avril contre les monnaies participant au mécanisme de change du SME.

Au sein du système monétaire européen, le mois de décembre n'a guère connu de tensions. Le florin et le franc français sont restés proches l'un de l'autre en tête du système. Excepté durant de très courtes périodes, la couronne danoise a continué de se situer au-dessous

mais près des deux monnaies susmentionnées. La livre irlandaise s'est repliée légèrement au cours du mois, tandis que le deutsche mark s'est redressé quelque peu. Le franc belge est demeuré au bas de la bande étroite de 2 1/4% et a atteint par moments sa limite inférieure d'intervention contre le franc français et le florin. Le cours de la lire italienne est resté généralement stable.

Le franc français a continué d'être l'une des deux monnaies les plus fermes du SME en décembre. Pendant la première quinzaine, il a moins fléchi que les autres monnaies du système contre un dollar qui se raffermissait. Par la suite, le franc s'est affaibli à certains moments, mais il a dans l'ensemble bénéficié de nouvelles entrées de capitaux et d'une demande commerciale active.

Le franc belge, au contraire, a été offert sur le marché pendant la majeure partie du mois. Les pressions qu'il a subies traduisent les difficultés auxquelles le gouvernement belge se heurte pour s'assurer l'appui du Parlement et de l'opinion publique, pour son programme de réduction du déficit budgétaire et des paiements courants. Le franc belge a dû, de ce fait, être soutenu modérément mais presque continuellement par les autorités.

Le deutsche mark est resté faible au début de décembre. Si les taux d'intérêt allemands ont légèrement progressé, ceux des Etats-Unis ont enregistré une hausse nettement supérieure, qui a conduit à de nouvelles conversions de capitaux au détriment du deutsche mark. Les craintes suscitées par les conséquences éventuelles des événements politiques en Pologne ont également été à l'origine de l'attitude prudente adoptée à l'égard du mark qui, le 12 décembre, avait baissé de 4 3/4% par rapport au dollar. Pendant cette période, la monnaie allemande a été de nouveau soutenue grâce à des achats de la Banque de France, qui ont modéré la fermeté du franc français au sein du SME, ainsi que par ceux de la Federal Reserve Bank of New York qui a continué de constituer des avoirs en marks tout en atténuant les fluctuations du dollar EU. Après le 17 décembre, le mark est remonté, tandis que grandissait l'impression que les taux d'intérêt américains avaient atteint leur point culminant. Le 24 décembre, il avait regagné tout le terrain perdu antérieurement au cours du mois contre le dollar. Dans les derniers jours de décembre,

toutefois, le durcissement des taux d'intérêt appliqués aux Etats-Unis aux échéances passant la fin de l'année, une certaine demande du secteur commercial et l'annonce de la réduction du déficit commercial des Etats-Unis en novembre ont occasionné un nouveau fléchissement du mark dans un marché extrêmement étroit. Le mark a ainsi terminé le mois en perdant en définitive quelque 2% contre dollar. Après le 17 décembre, la monnaie allemande n'a plus été soutenue et la Bundesbank a même été en mesure d'acquiescer des quantités limitées de francs français.

Le florin est resté ferme au sein du SME. Les taux d'intérêt à court terme pratiqués sur cette monnaie se sont toutefois repliés sensiblement au-dessous de ceux du deutsche mark, après que la Nederlandsche Bank eut cédé des florins à son marché monétaire pour en alimenter la liquidité, sous forme d'avances spéciales et de swaps contre dollars.

La lire italienne a été relativement ferme au cours de la première quinzaine, étant donné que les importateurs italiens, en particulier les compagnies pétrolières, ont retardé l'achat de dollars dans l'espoir de voir la monnaie américaine fléchir avant la fin de l'année. Au cours de la seconde quinzaine, les importateurs sont intervenus sur le marché pour faire face à leurs paiements de fin d'année. En outre, les autorités italiennes ont aboli, le 16 décembre, l'obligation de financer en devises les crédits d'exportation à court terme, qui avait également provoqué précédemment des entrées de fonds à court terme. Aussi la lire devint-elle offerte et la Banca d'Italia, acheteuse de dollars au début du mois, en a vendu sur le marché vers la fin du mois. La lire s'est ainsi maintenue entre 3,5 et 4% en dessous du franc français.

Le franc suisse a suivi une évolution parallèle à celle des monnaies participant au mécanisme de change du système monétaire européen. Il a terminé le mois pratiquement inchangé par rapport au deutsche mark et en baisse de quelque 2% contre le dollar EU, son recul global par rapport au dollar en 1980 atteignant ainsi 12%.

La livre sterling a fait preuve de fermeté sur le marché au cours du mois de décembre. Sa vigueur a été due à l'évolution favorable de la balance commerciale du Royaume-Uni, au rôle de ce pays en tant que producteur de pétrole en Mer du Nord et au niveau relativement élevé des taux d'intérêt qui, tout en étant inférieurs aux taux d'intérêt pratiqués

sur le dollar, sont demeurés bien au-dessus de ceux de la plupart des autres monnaies. Si, en début de mois, le sterling s'est légèrement moins affaibli, par rapport au dollar, que les autres monnaies du SME, il s'est raffermi davantage que ces monnaies vers la fin du mois pour clôturer décembre avec une avance d'environ 1% pour l'ensemble du mois et de 7 3/4% pour l'ensemble de 1980. Le taux de change effectif de la livre s'établissait à la fin de l'année à 78,6 contre 77,5 au début de décembre et 70,1 le 31 décembre 1979.

La couronne suédoise a dû être soutenue tout au long du mois, les autorités continuant à compenser le déficit des paiements courants par des interventions sur le marché des changes. De ce fait, le taux effectif n'a que légèrement fléchi en décembre.

La couronne norvégienne, qui a bénéficié durant toute l'année de l'incidence de la production de pétrole de la Mer du Nord, est demeurée ferme au début de décembre. En vue de renforcer l'offre de monnaie nationale au secteur bancaire, la Norges Bank a acquis des dollars sur le marché au comptant. Par la suite, cependant, l'écart de taux d'intérêt important en faveur du dollar EU a freiné l'élan de la couronne dont l'évolution, de ce fait, a été calme durant le reste du mois.

Le yen a pratiquement progressé sans interruption durant le mois de décembre. Si la monnaie japonaise avait fléchi vers la fin de novembre du fait des incertitudes entourant l'incidence de la nouvelle loi, entrée en vigueur le 1er décembre, libéralisant le contrôle des changes, le marché a balayé ces préoccupations dès le début du mois suivant. Tout d'abord, le ministère des finances annonça un programme visant à accroître de 30% les contingents dont les banques japonaises et étrangères disposent pour convertir des dollars en yens. Cette mesure, qui semblait encourager les entrées de capitaux de l'étranger, a contribué à rassurer le marché. Mais celui-ci a surtout été impressionné par la vigueur de l'économie japonaise, par le retournement de sa balance des paiements et par le succès manifeste remporté par le Japon en matière d'économie d'énergie, tous ces résultats ayant été acquis alors que la plupart des autres pays s'efforcent toujours de réaliser un ajustement aux augmentations des prix du pétrole des deux dernières années.

De ce fait, le yen s'est apprécié de 4 1/4% pour atteindre le cours de yens 207,30 le 9 décembre. Jusqu'au 26 décembre, il a fluctué de manière sensible entre yens 207,50 et yens 211. Puis, les trois derniers jours du mois, malgré l'annonce des nouvelles augmentations des prix du pétrole, la monnaie japonaise s'est encore raffermie sous l'effet d'une poussée de demandes lorsque les exportateurs ont converti le produit de leurs ventes à l'étranger avant les congés de janvier. Le cours s'est alors élevé de 2 1/4% cependant que la Banque du Japon achetait des dollars à Tokyo et à New York pour freiner cette progression. Le yen a ainsi terminé l'année à yens 202,90, ce qui représente une progression contre dollar de 6 3/8% pour le mois et de 15 1/2% sur l'ensemble de 1980.

Le dollar canadien a continué de fléchir durant la première quinzaine. Par suite de l'élargissement de l'écart des taux d'intérêt par rapport à ceux des Etats-Unis, son cours est tombé au niveau minimum de \$Can 1,2122 le 16 décembre, malgré des interventions massives de la Banque du Canada. Par la suite, cependant, comme les écarts des taux d'intérêt à court terme par rapport au dollar canadien sont devenus moins importants qu'au début du mois, la monnaie canadienne s'est renforcée pour terminer à la fin de décembre à un niveau légèrement inférieur et en ayant fléchi de 2% environ en 1980 par rapport au dollar EU.

## II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les achats de dollars EU ont atteint au total \$2,0 milliards, cependant que les ventes s'établissaient à \$3,8 milliards.

Le plus gros vendeur a été la Federal Reserve Bank of New York avec \$677 millions, sous forme d'interventions actives effectuées à New York et en Extrême-Orient. Dans d'autres opérations, réalisées dans le cadre de son programme de reconstitution des avoirs en deutsche marks, la Federal Reserve Bank a vendu \$884 millions à des correspondants, par l'intermédiaire de la Bundesbank à Francfort, et sur le marché à terme. Quant au reste des ventes, la Banca d'Italia, la Sveriges Riksbank et la Banque du Canada en ont réalisé la plus grande partie en cherchant à limiter la dépréciation de leur monnaie.

Deux des banques centrales qui ont cédé d'importantes quantités de dollars - la Banca d'Italia et la Banque du Canada - ont également figuré au nombre des plus gros acheteurs; leurs acquisitions ont représenté près de la moitié des achats bruts de dollars. Le reste des acquisitions a été essentiellement le fait de la Banque du Japon, de la Bank of England et de la Danmarks Nationalbank.

En ce qui concerne les interventions nettes, la Sveriges Riksbank, la Banca d'Italia, la Banque du Canada et la Federal Reserve Bank of New York ont été les plus importants vendeurs nets. La Banque du Japon a été le plus gros acheteur net de dollars. Les achats et les ventes de la Bank of England se sont pratiquement équilibrés.

### III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes ont atteint la modeste contre-valeur de \$600 millions en décembre. Sur ce total, un montant équivalant à \$340 millions a porté sur des achats de francs belges contre des ventes de francs français, de florins et, pour de faibles montants, de marks et de francs suisses. Le reliquat, équivalant à \$260 millions, représente essentiellement des acquisitions de marks réalisées à l'intérieur des marges par la Banque de France.

\* \* \* \*

Pendant la première semaine de janvier, le dollar EU a d'abord fortement baissé, puis s'est redressé. Les plus fortes cessions de dollars ont été effectuées contre yen, la monnaie japonaise étant stimulée par la demande des investisseurs non-résidents et par le mouvement persistant de conversion des recettes d'exportation. Les ventes de dollars contre les autres monnaies ont été, pour la plupart, le fait de professionnels, les opérateurs anticipant des baisses sensibles à bref délai des taux d'intérêt américains. En conséquence, le dollar est tombé de quelque 2 1/2% par rapport aux monnaies européennes.

Cependant, même pendant la chute du dollar, les compagnies pétrolières et d'autres entreprises achetèrent des dollars pour faire face à leurs besoins de paiement. Cette demande provoquait bientôt un revirement de la monnaie américaine, dont le redressement s'est ensuite accéléré quand



s'évanouit l'espoir de voir les taux d'intérêt fléchir à bref délai aux Etats-Unis. Le 8 janvier, l'annonce que le Trésor prévoyait une nouvelle amélioration de la balance américaine des paiements courants en 1981 donna un nouvel élan au dollar. Le 9 janvier, à la clôture du marché de New York, le dollar avait regagné la majeure partie du terrain perdu antérieurement pendant la semaine.

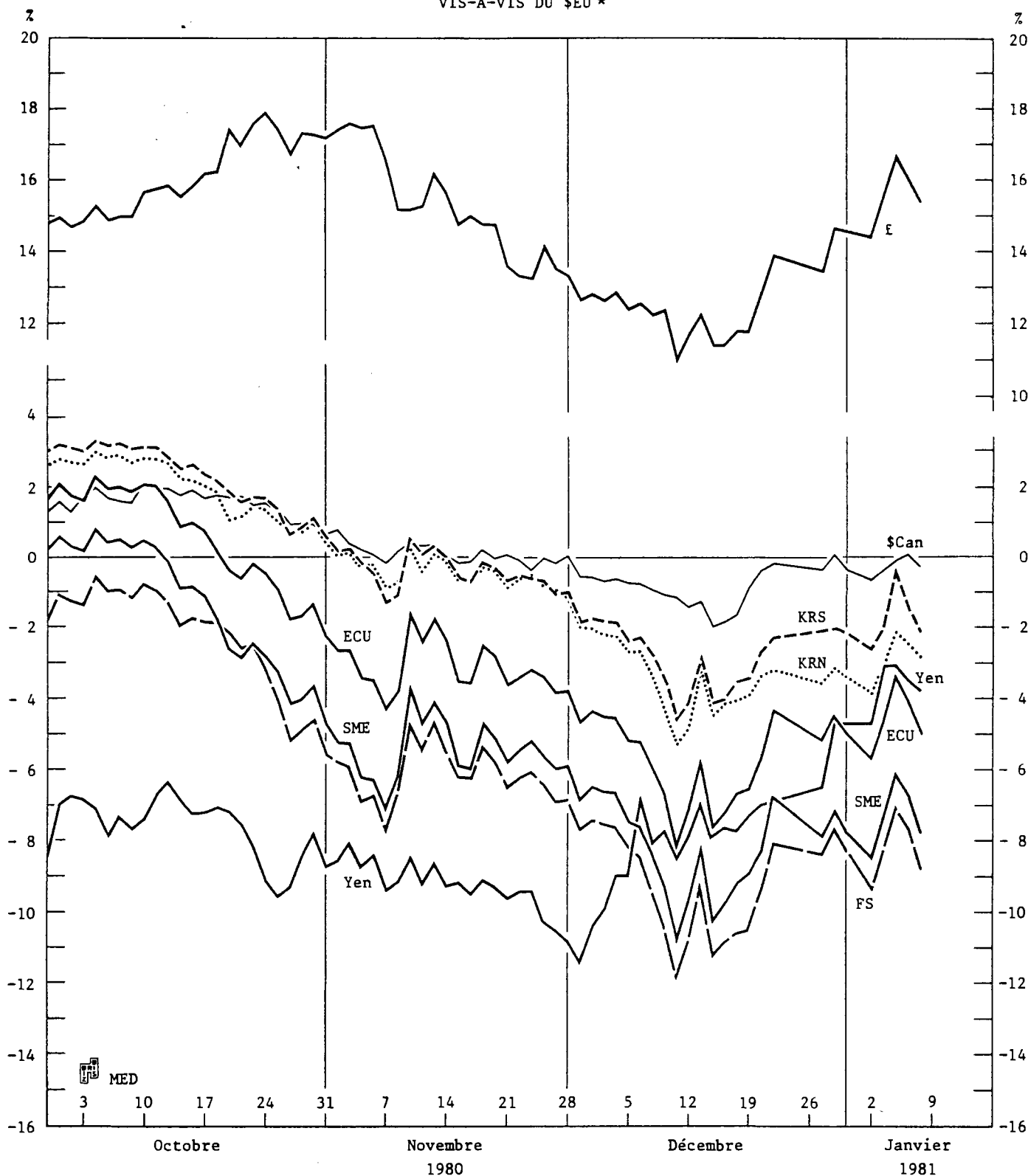
La livre sterling est restée ferme, gagnant 1/2% contre le dollar et 1% par rapport aux monnaies d'Europe continentale. Le dollar canadien s'est également renforcé durant la période sous revue.

Au sein du mécanisme de change du SME, l'ordre des monnaies ne varie guère. Le franc français et le florin se sont fermement maintenus en tête. Le mark a légèrement amélioré sa position. La couronne danoise s'est quelque peu repliée. Le franc belge est resté au bas de la bande de 2 1/4%, et la lire italienne a encore dû être soutenue pour se maintenir à 3 1/2% en dessous du franc français.

La Banque du Japon est intervenue massivement pendant la période sous revue pour stabiliser le yen, achetant au total un peu plus de \$1,1 milliard à Tokyo et à New York. Parmi les autres banques centrales, la Banca d'Italia et la Sveriges Riksbank ont été les plus gros vendeurs de dollars, tandis que la Banque du Canada a été le plus fort acheteur.

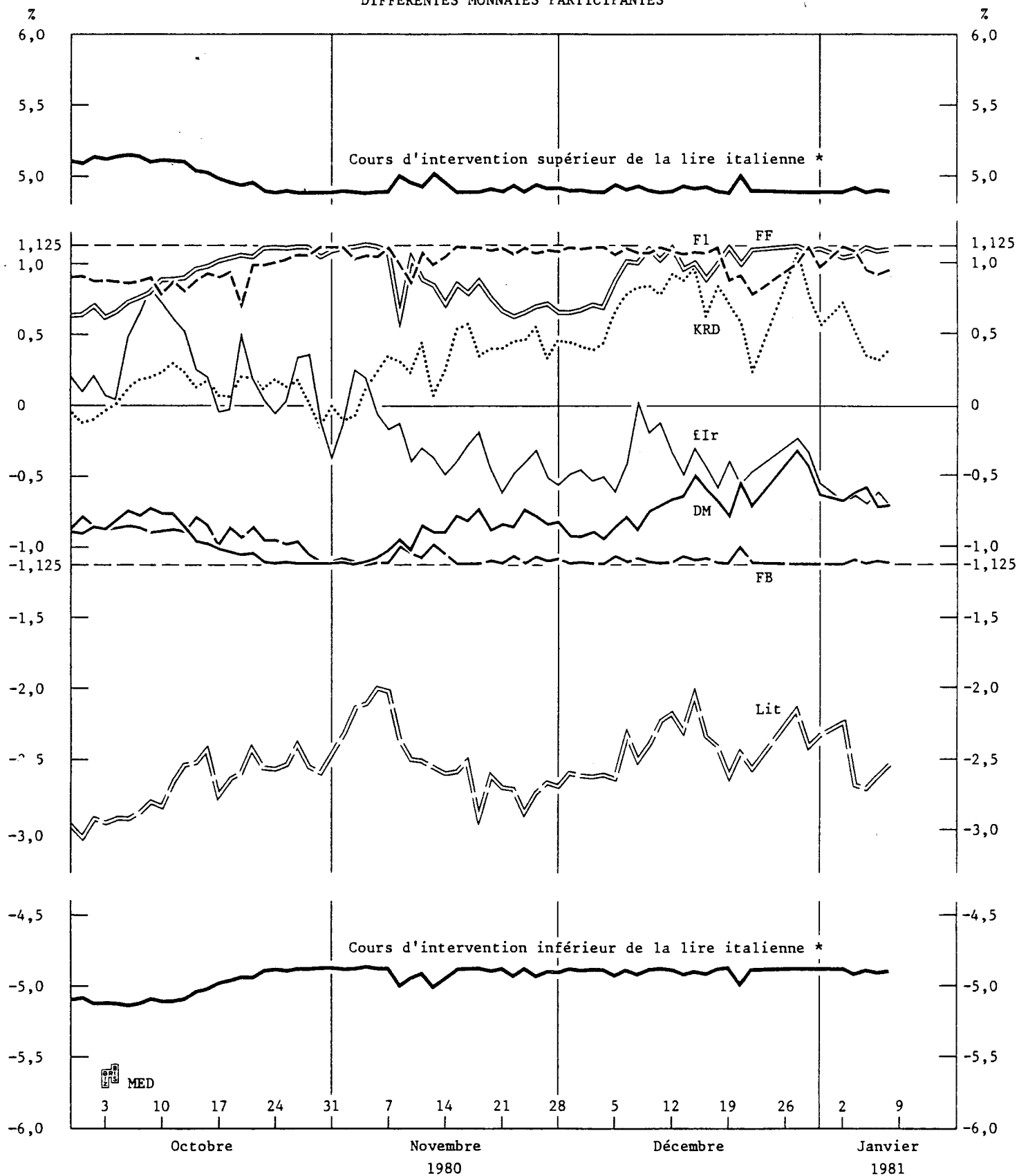
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME  
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA  
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978

VIS-A-VIS DU \$EU \*



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

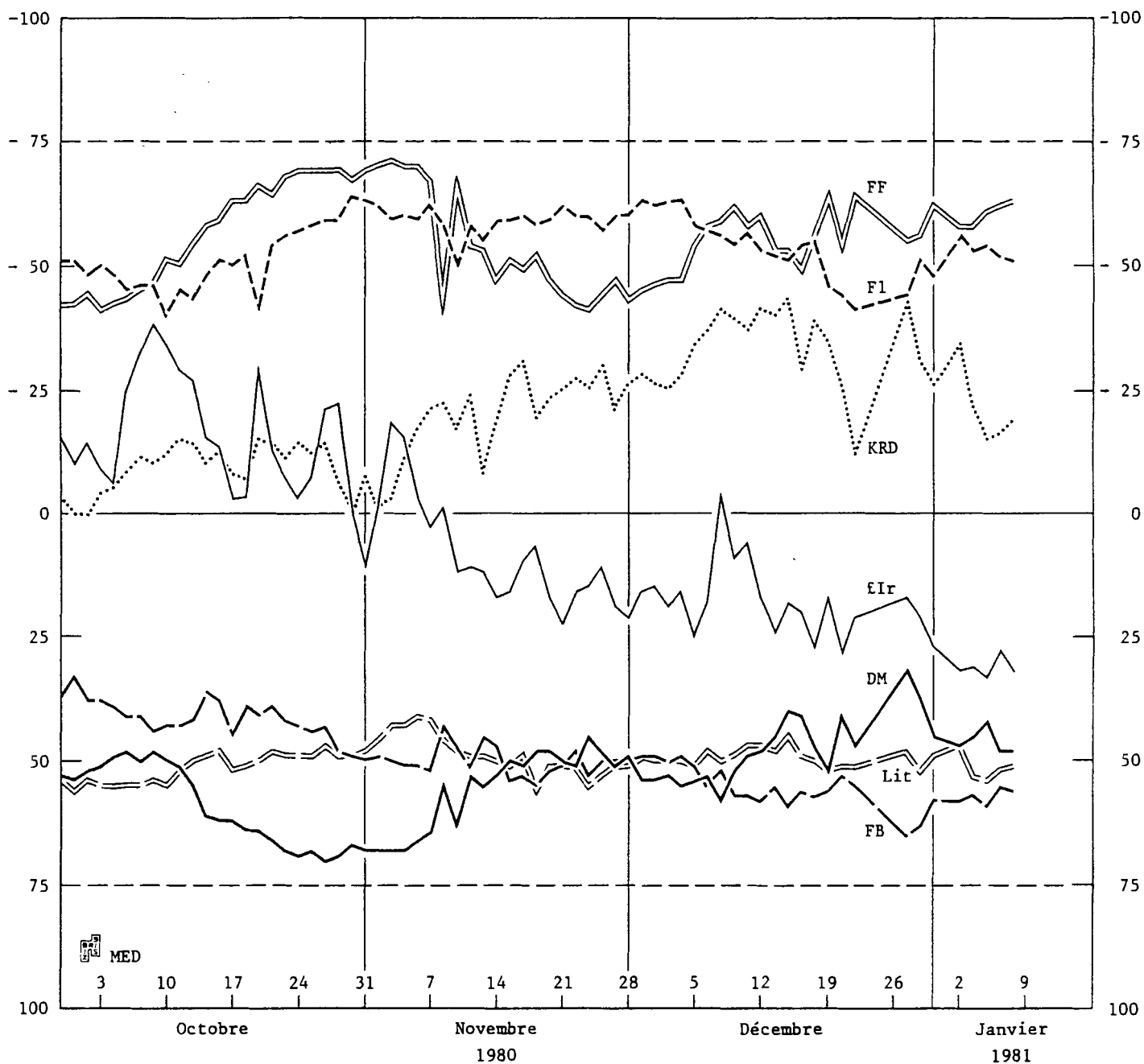
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



\* 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  $\pm 2,25\%$ .

8 janvier 1981

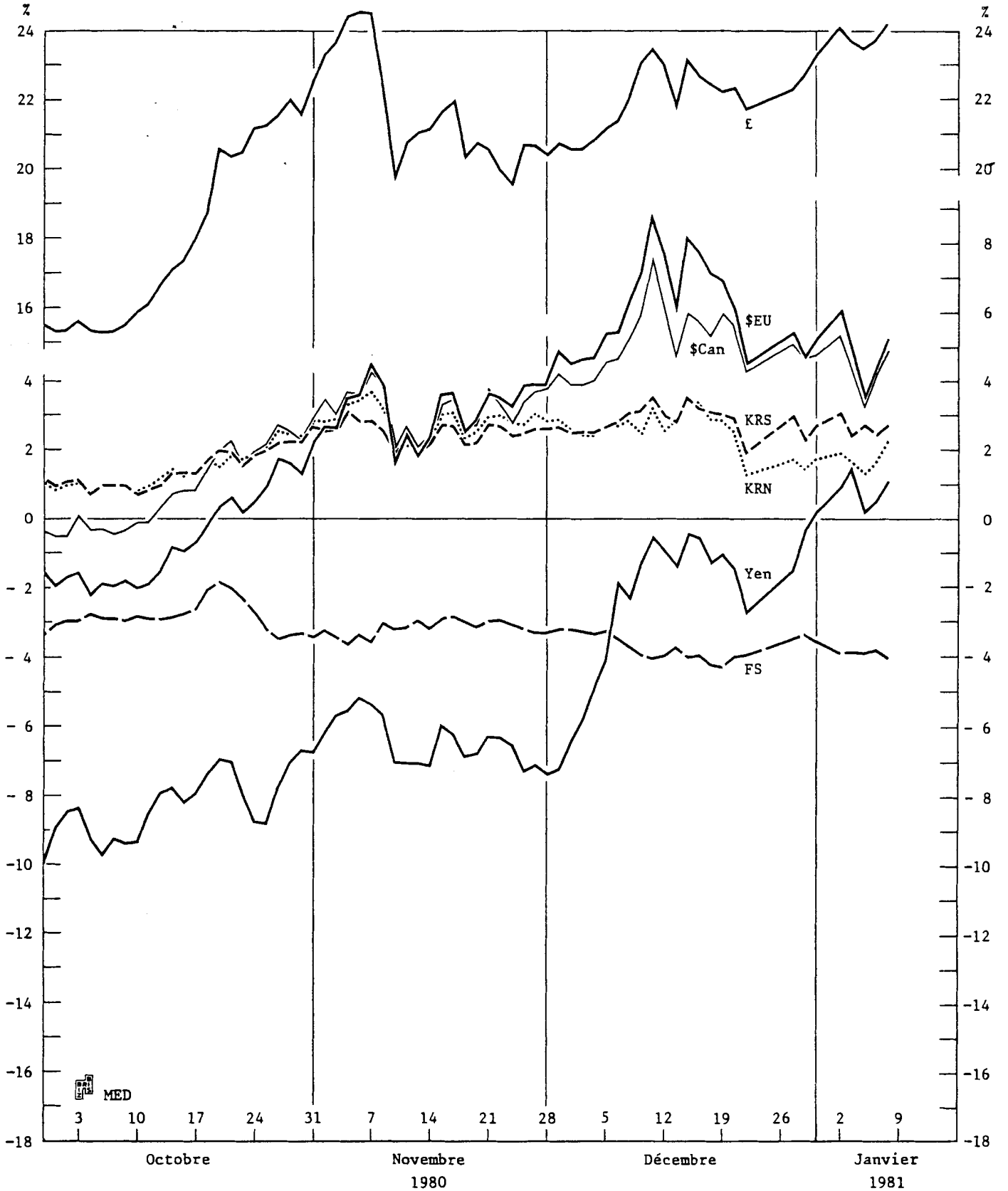
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



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

8 janvier 1981

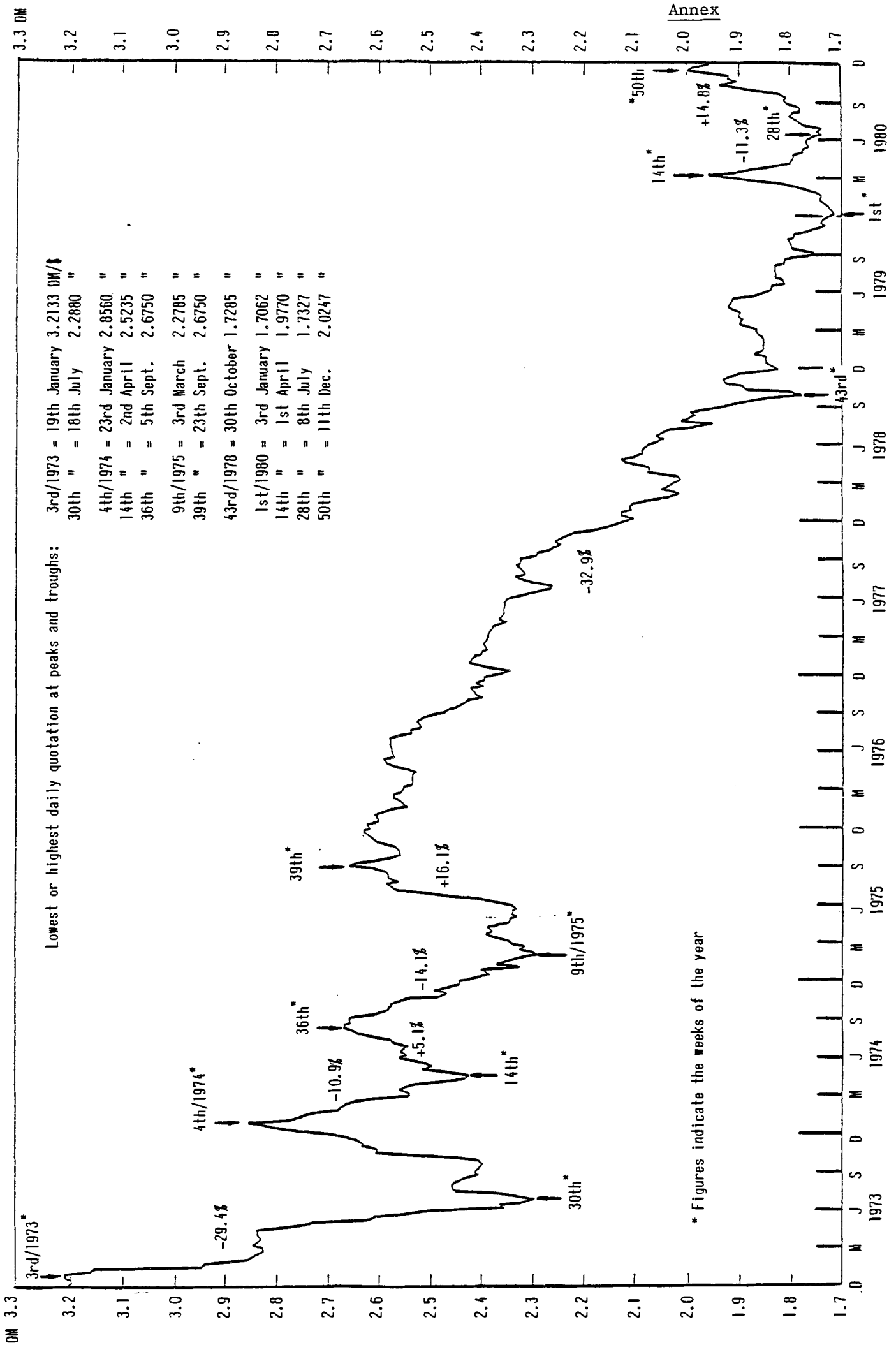
EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES  
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU  
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS LE 28 DECEMBRE 1978 \*



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

Graph 1

Deutsche Mark price of the US dollar  
(Weekly averages of daily quotations)



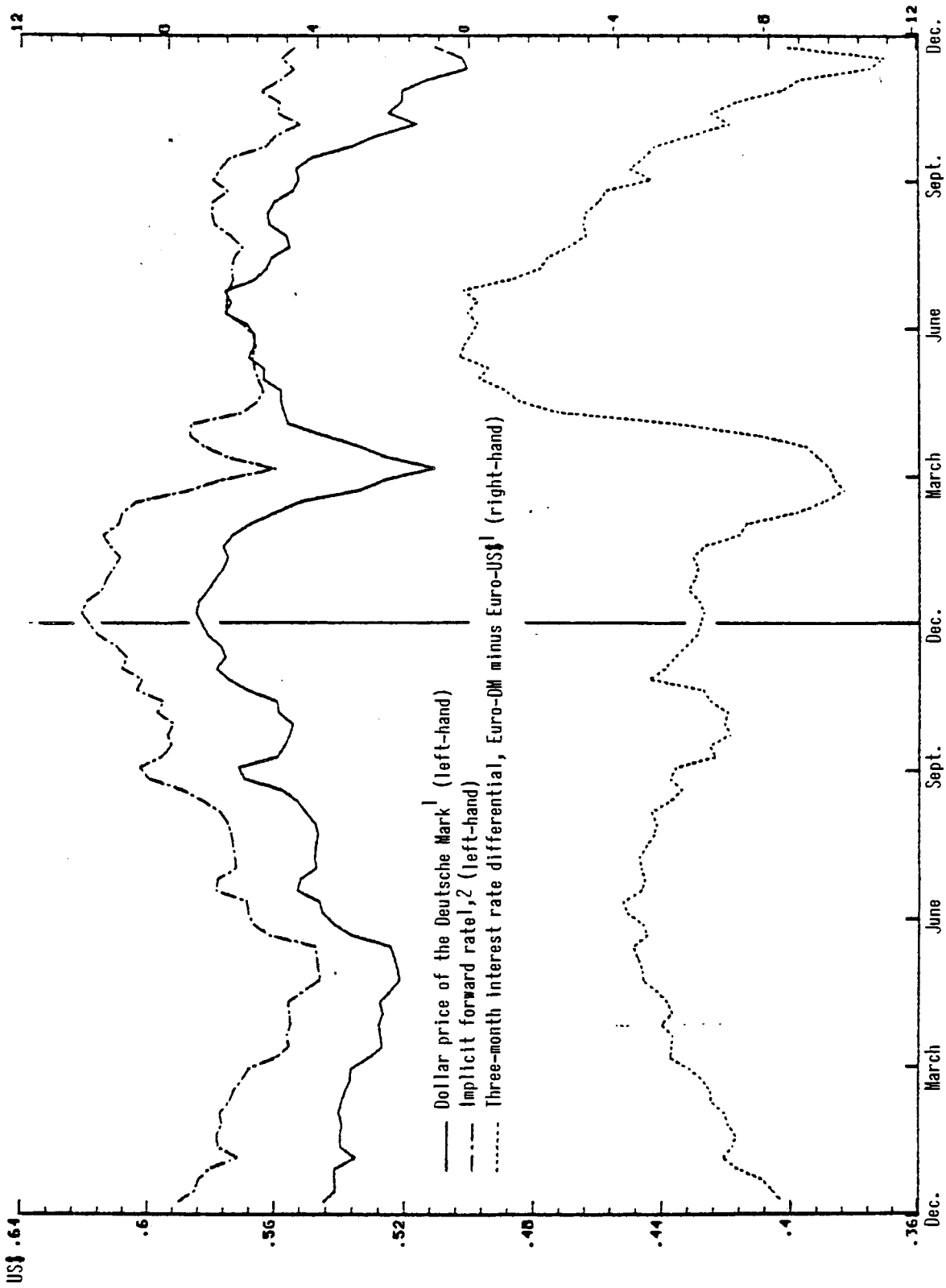
Lowest or highest daily quotation at peaks and troughs:

\* Figures indicate the weeks of the year

Annex

GERMANY

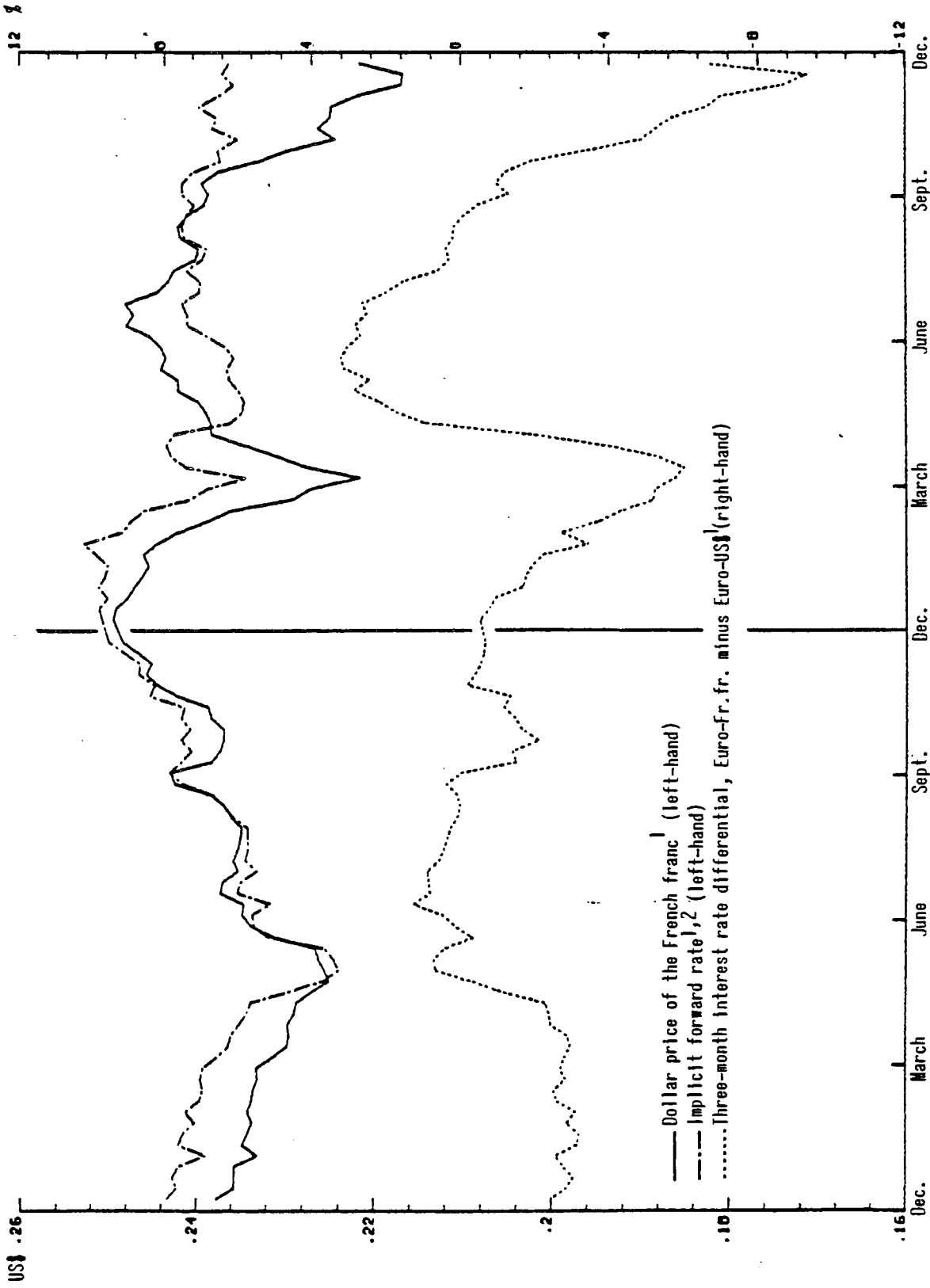
Graph 2a



1 Weekly averages of daily quotations. 2 The implicit one-year forward rate, expressed as the dollar price of the Deutsche Mark, is calculated on the basis of the interest rate parity equation.

FRANCE

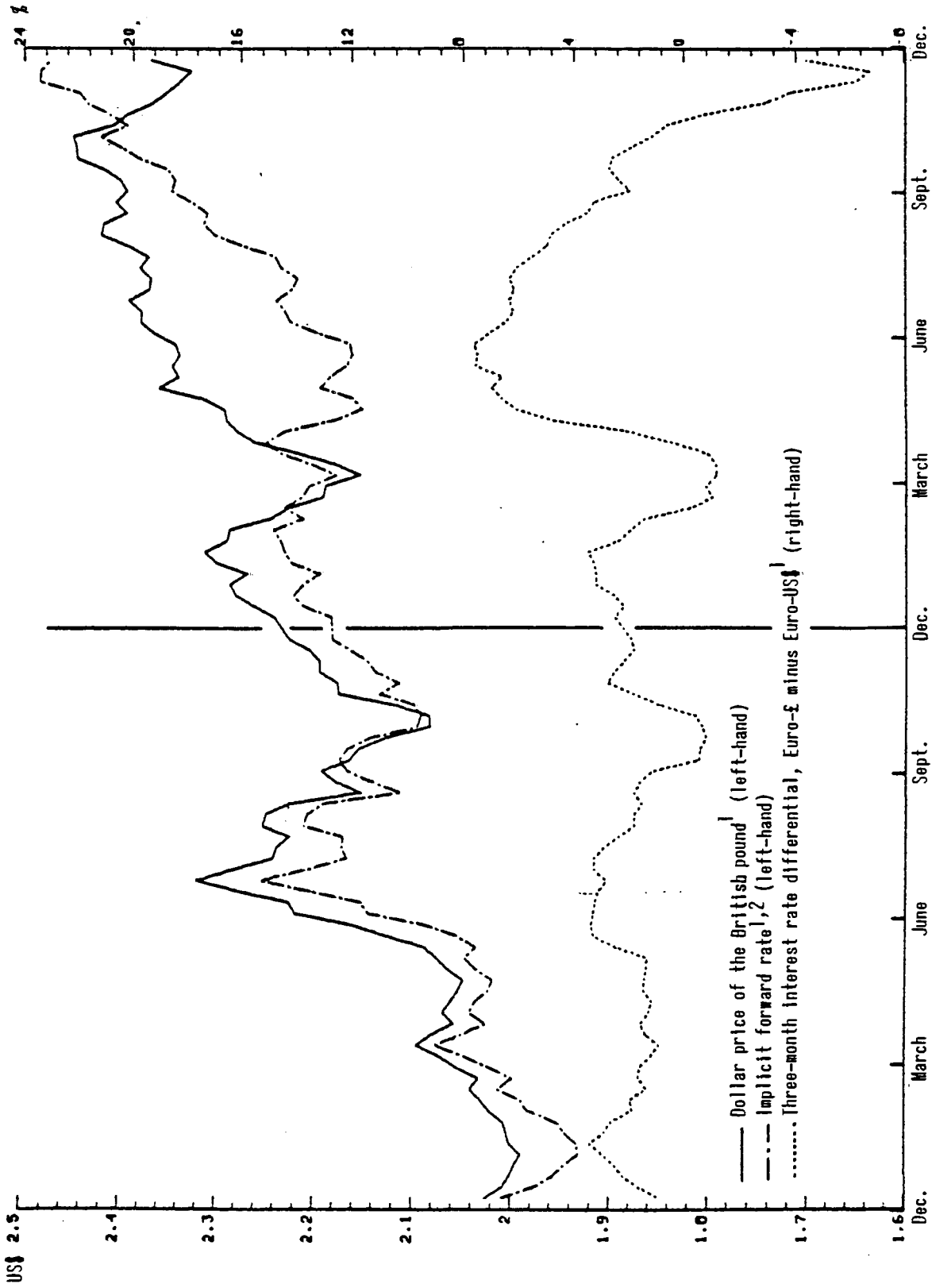
Graph 2b



1 Weekly averages of daily quotations. 2 The implicit one-year forward rate, expressed as the dollar price of the French franc, is calculated on the basis of the interest rate parity equation.

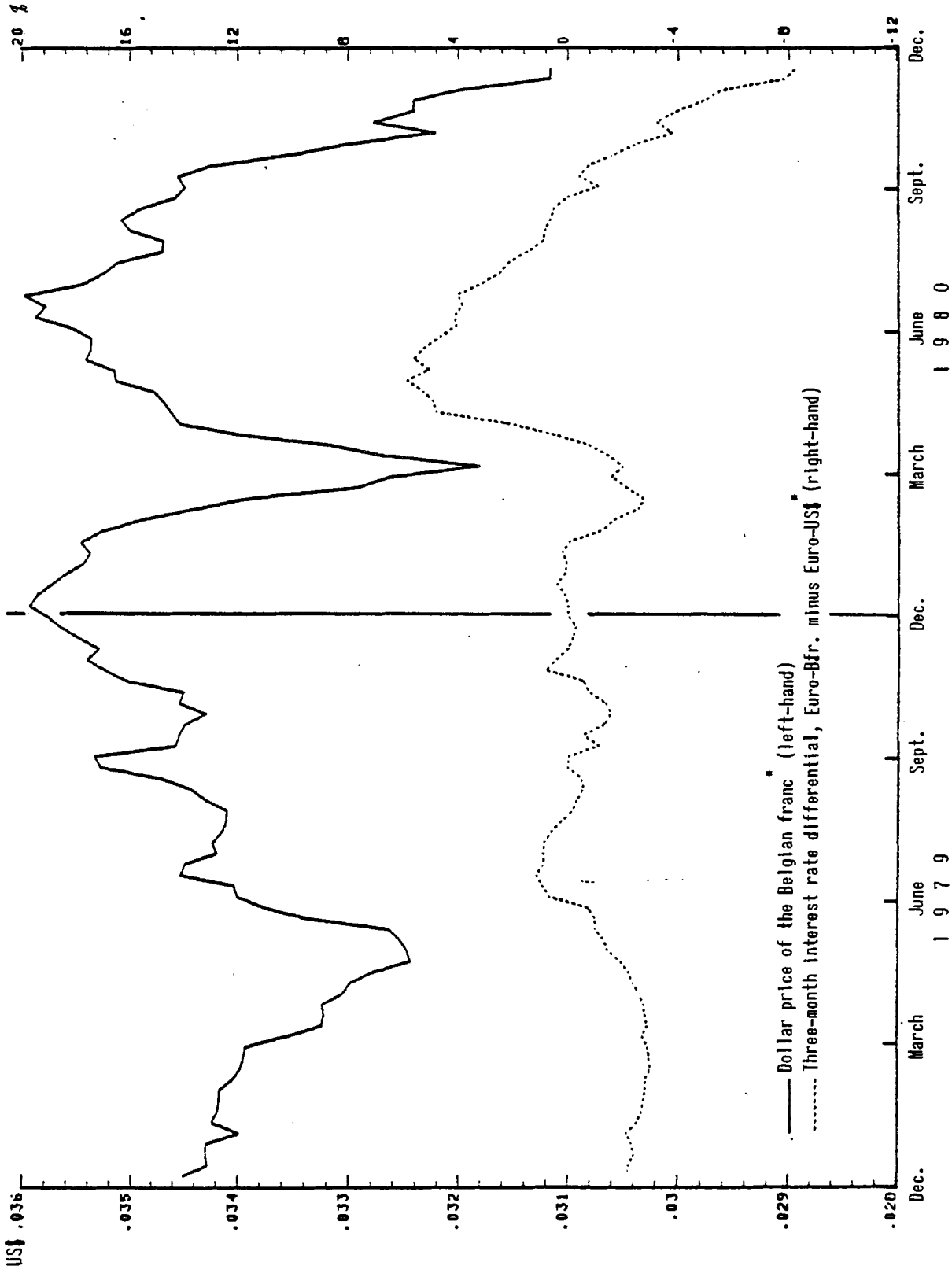


UNITED KINGDOM



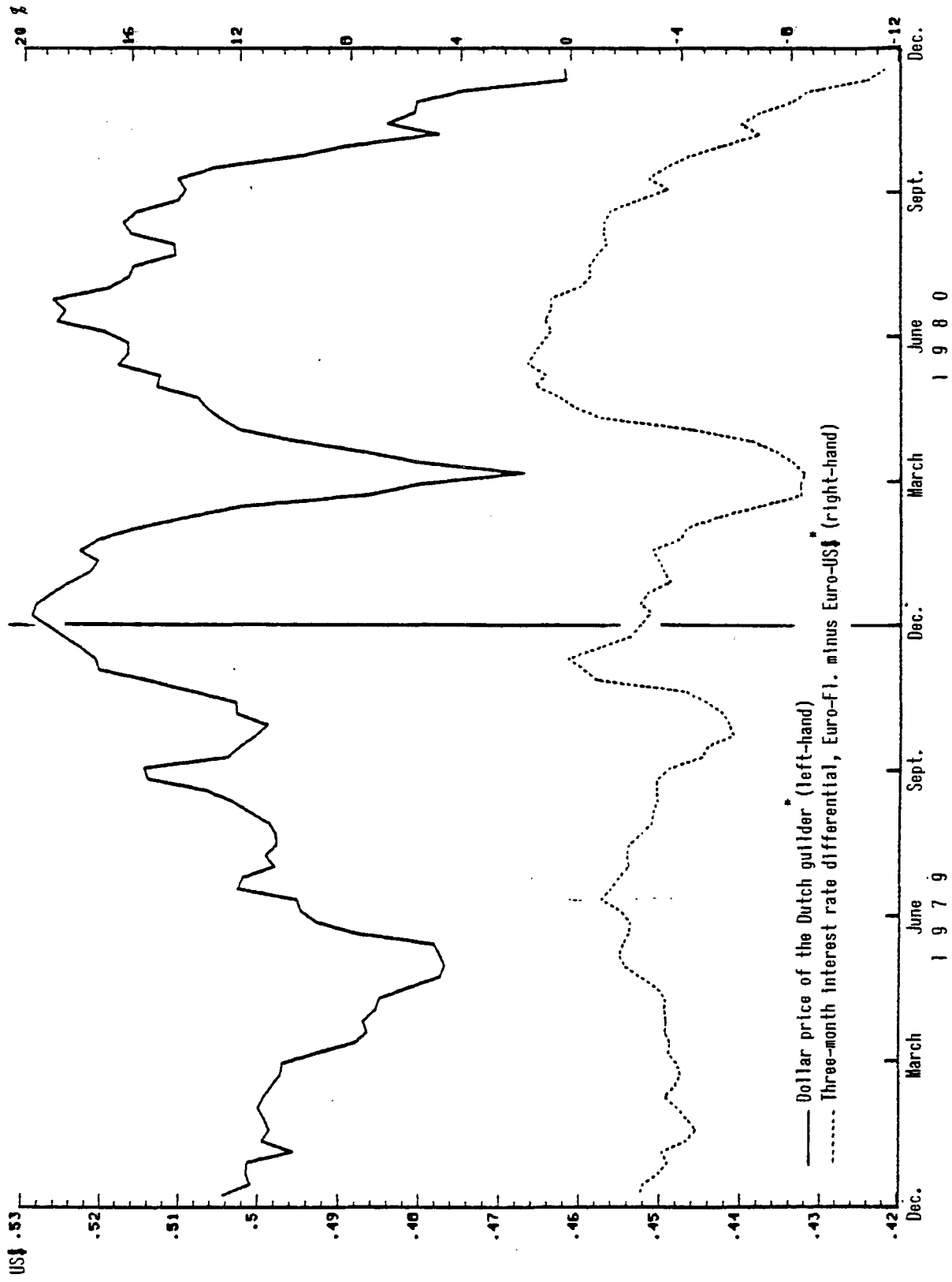
<sup>1</sup> Weekly averages of daily quotations. <sup>2</sup> The implicit one-year forward rate, expressed as the dollar price of the British pound, is calculated on the basis of the interest rate parity equation.

BELGIUM



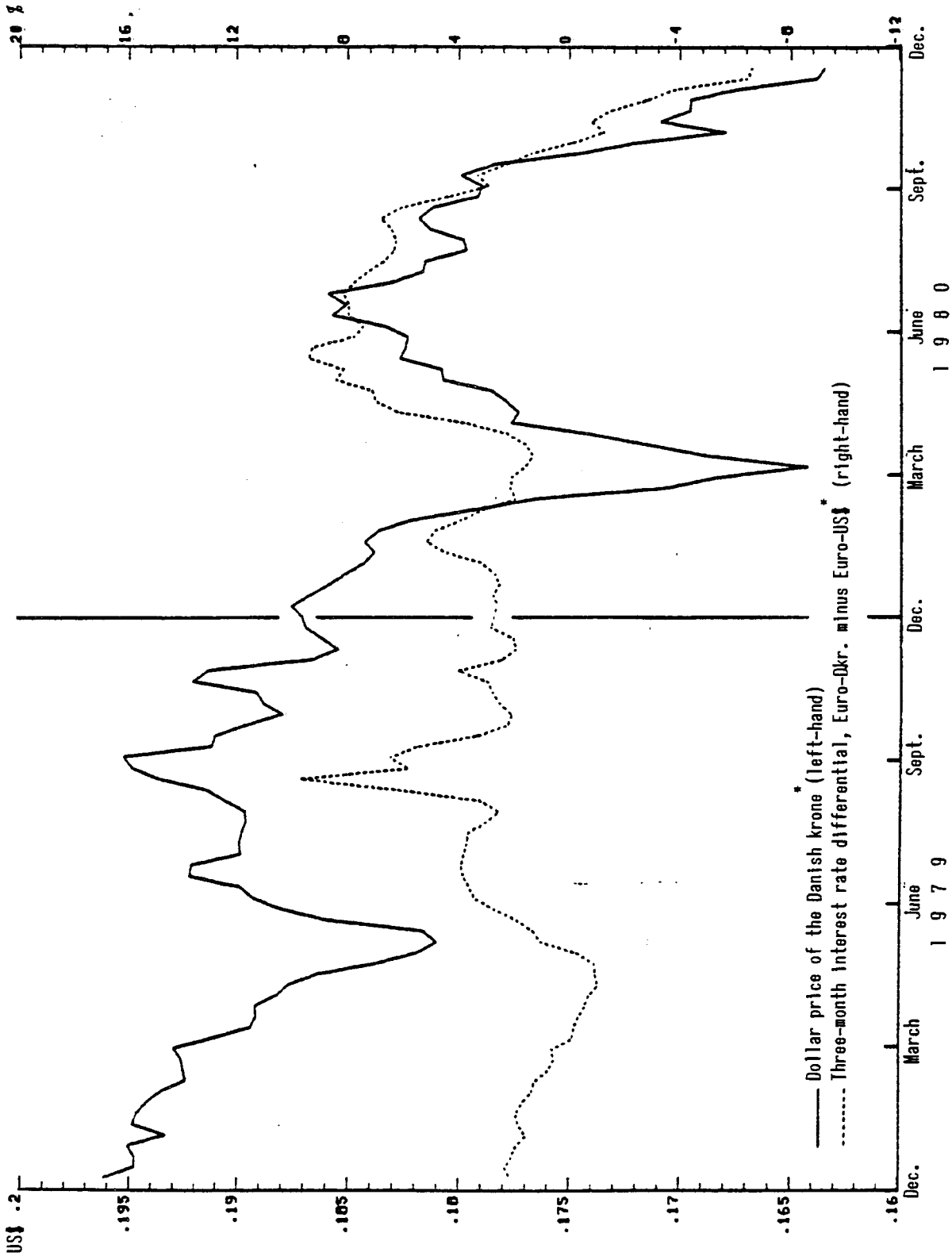
— Dollar price of the Belgian franc (left-hand)  
..... Three-month interest rate differential, Euro-Bfr. minus Euro-US\$\* (right-hand)

\* Weekly average of daily quotations.



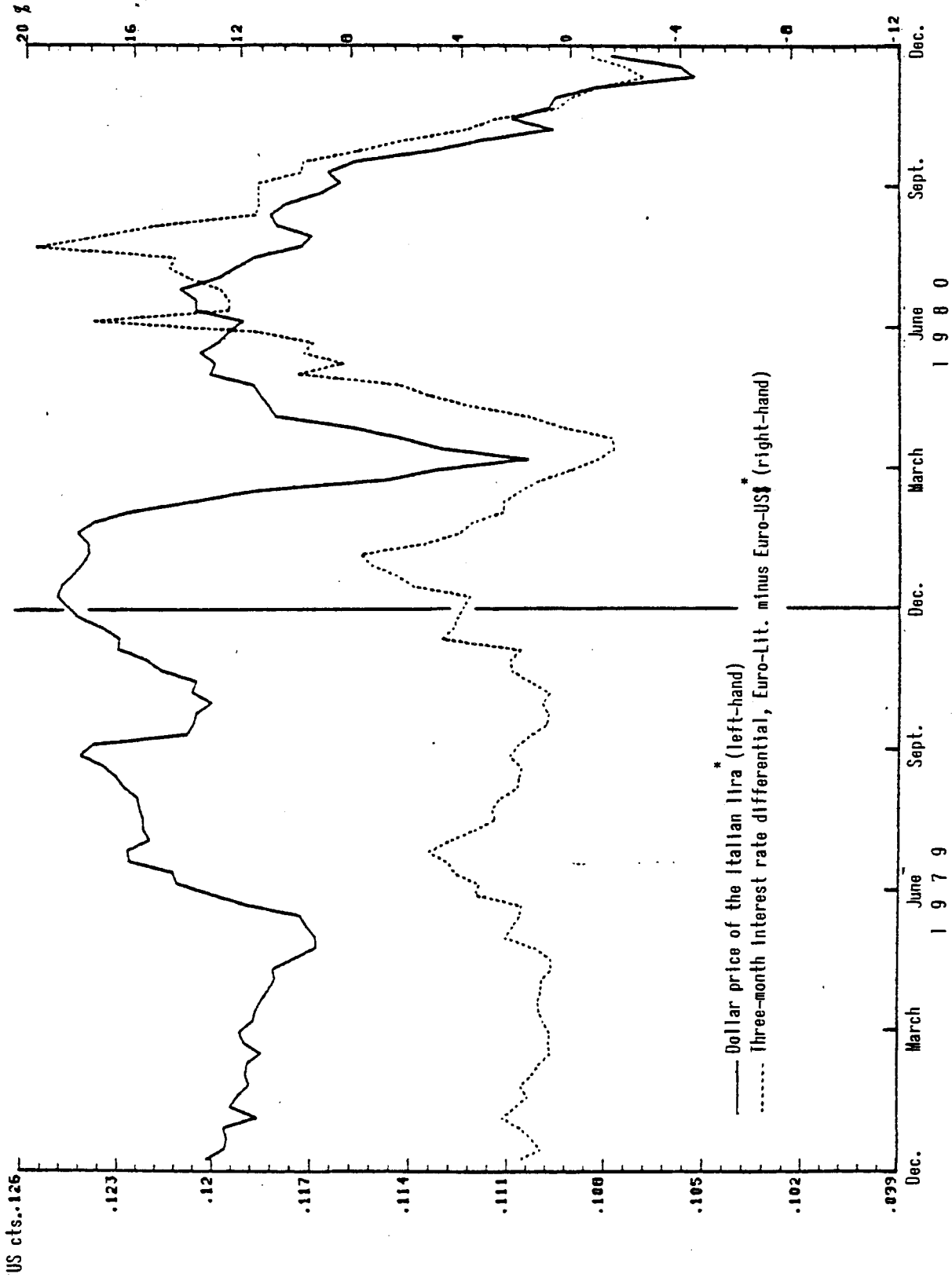
\* Weekly average of daily quotations.

DENMARK



\* Weekly average of daily quotations.

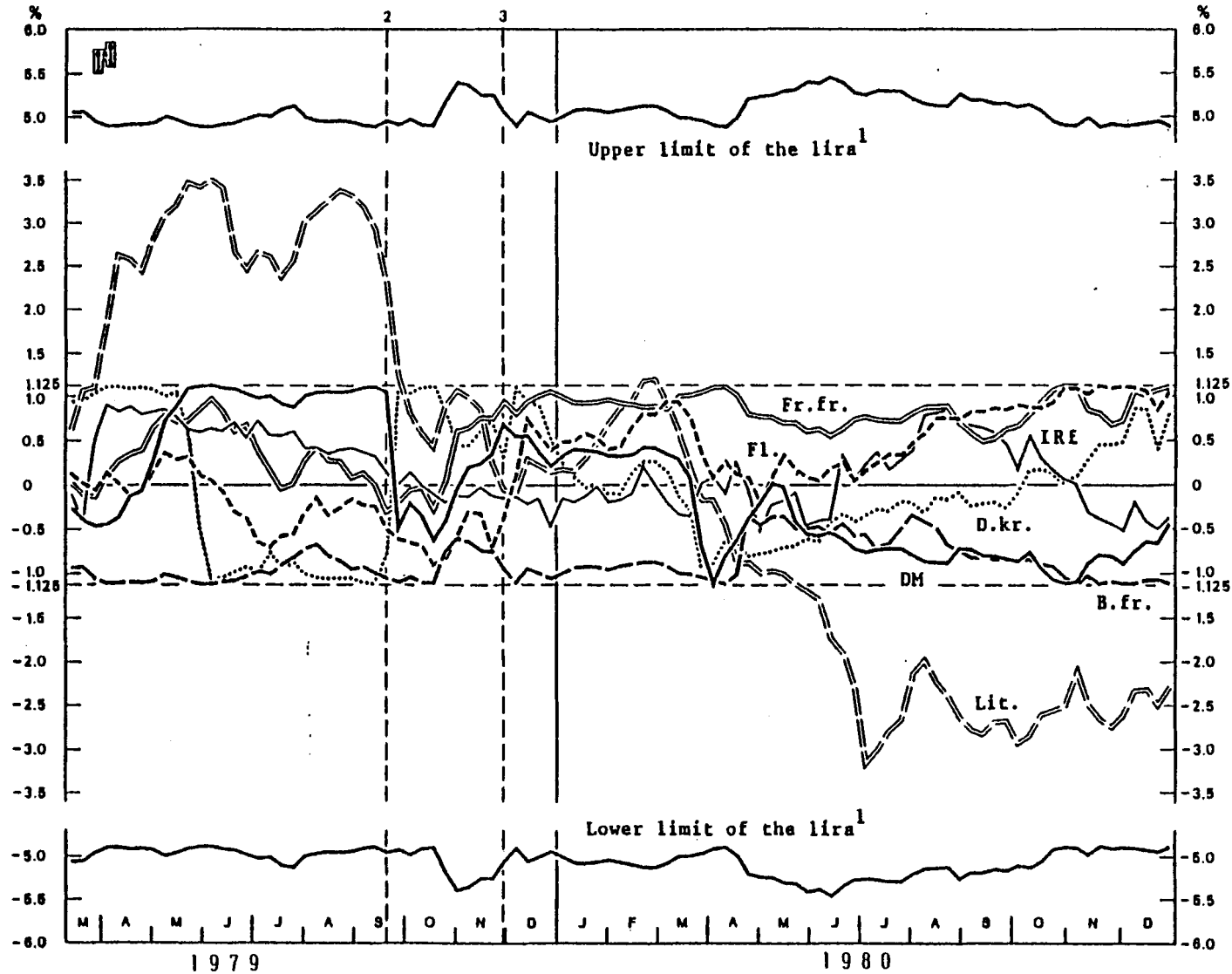
ITALY



— Dollar price of the Italian lira\* (left-hand)  
..... Three-month interest rate differential, Euro-Lit. minus Euro-US\$\* (right-hand)

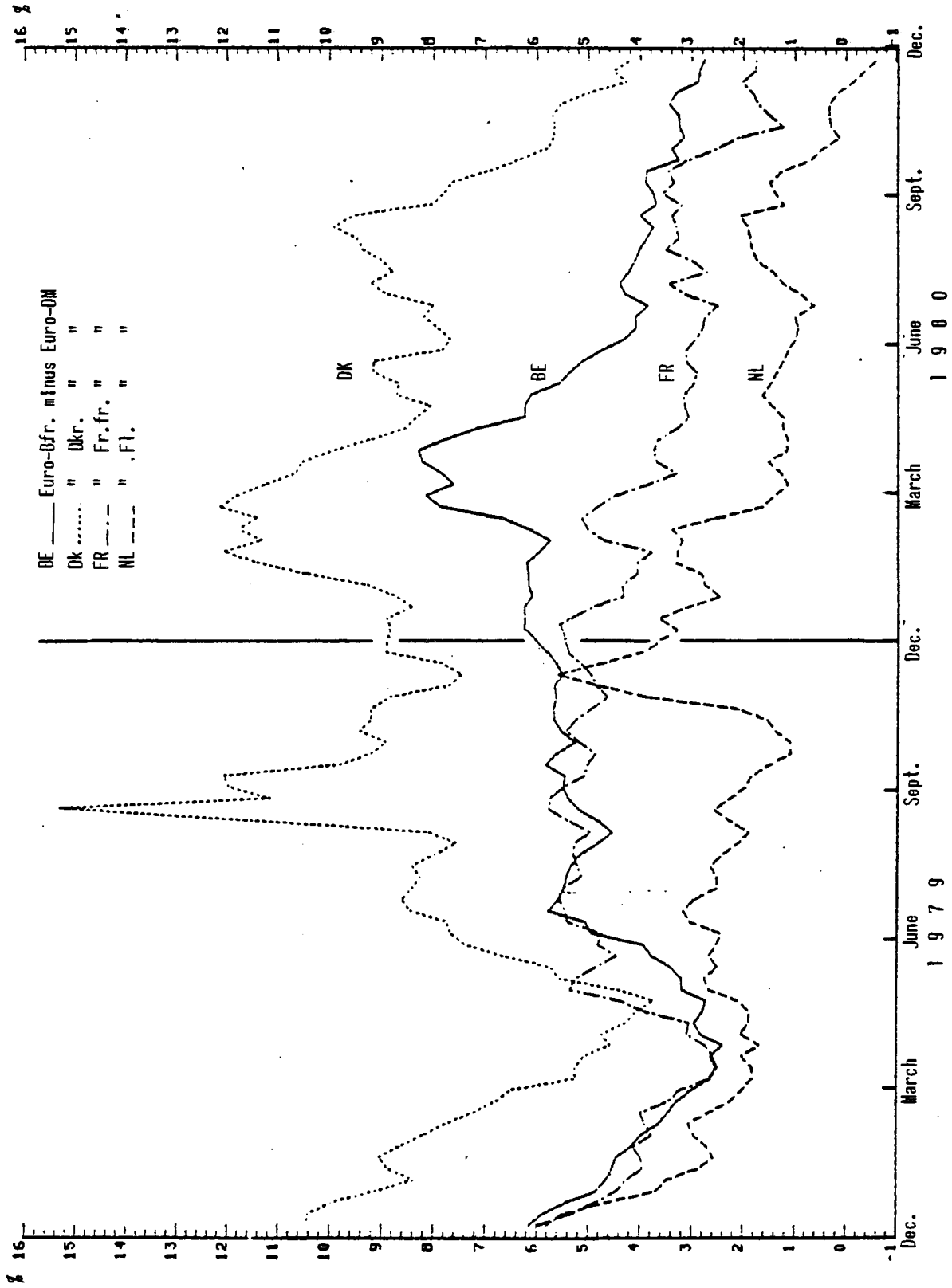
\* Weekly average of daily quotations.

Exchange rates in the EMS exchange rate mechanism.  
 Weekly averages, in percentages, of participants' currencies in relation to their intervention point

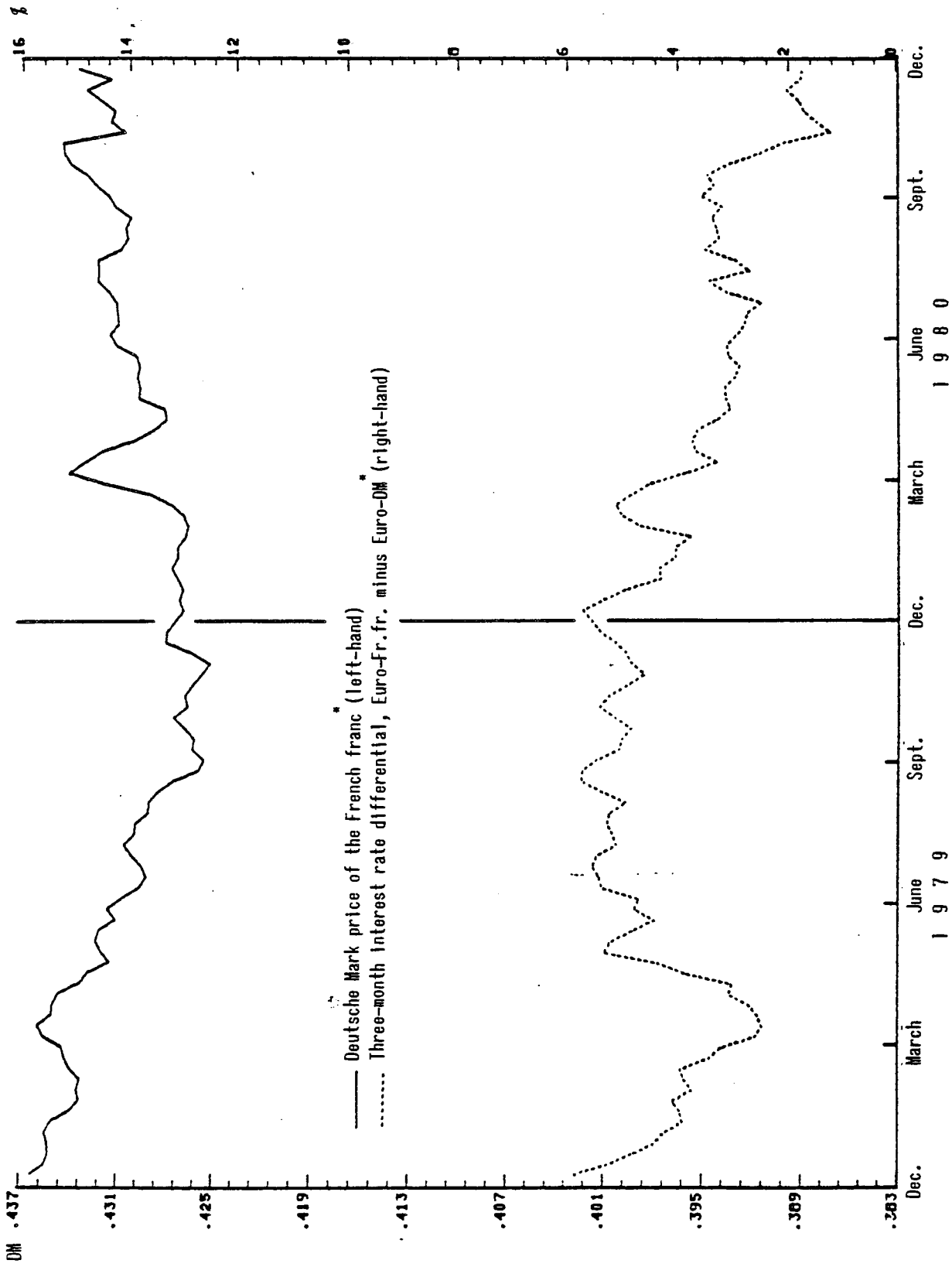


1 The lira's position is shown by its percentage deviation from the weakest and the strongest currency within the 2½ per cent. band; its maximum and minimum permissible position is indicated by the top and the bottom line in the graph.  
 2 The realignment on 24th September 1979 (the Deutsche Mark was revalued by 5 per cent. vis-à-vis the Danish krone and by 2 per cent. vis-à-vis all other currencies). 3 On 30th November 1979 the Danish krone was devalued by 4.76 per cent. vis-à-vis all other participating currencies.

Three-month interest rate differentials between Euro-currencies and Euro-DM  
Weekly average of daily quotations



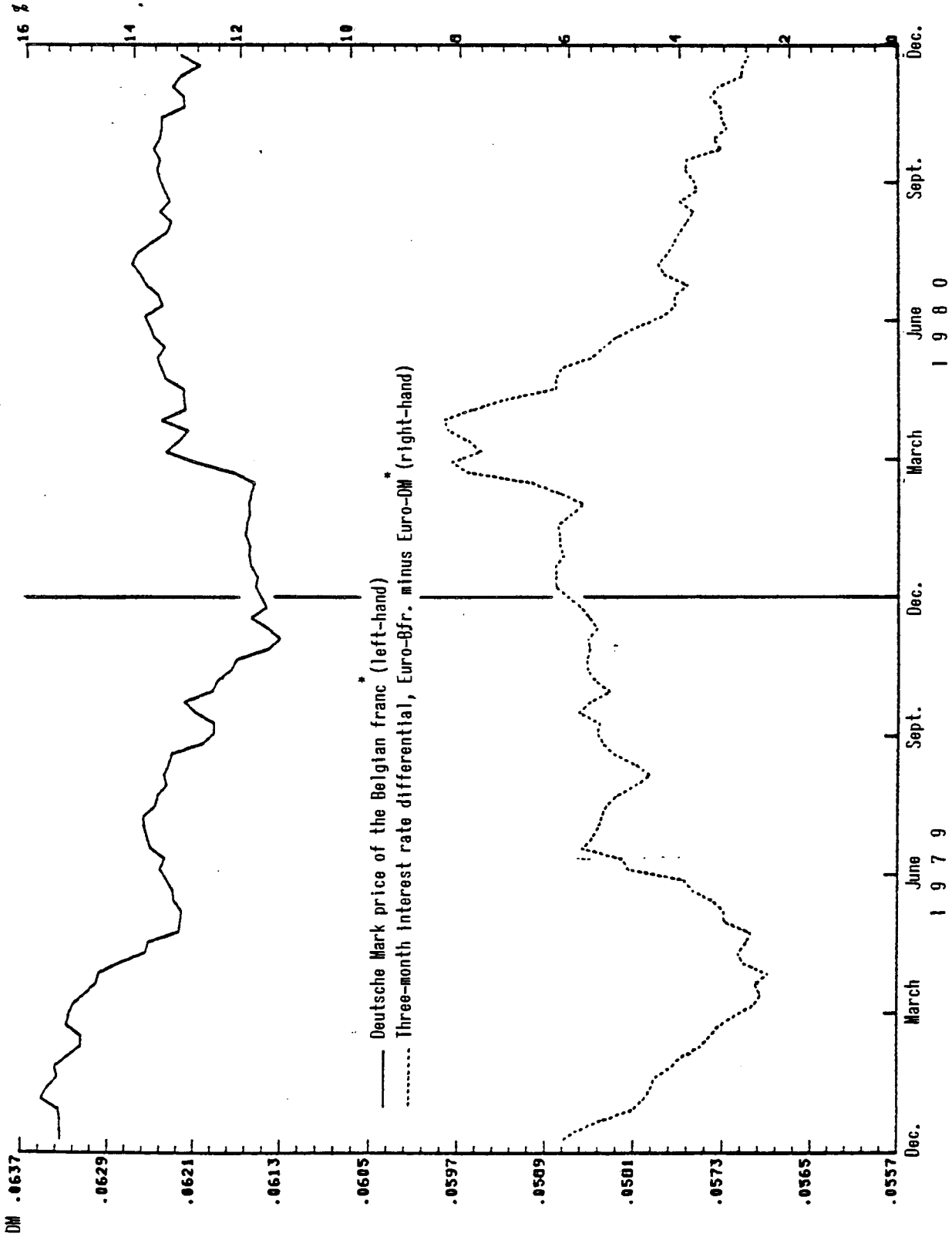
FRANCE



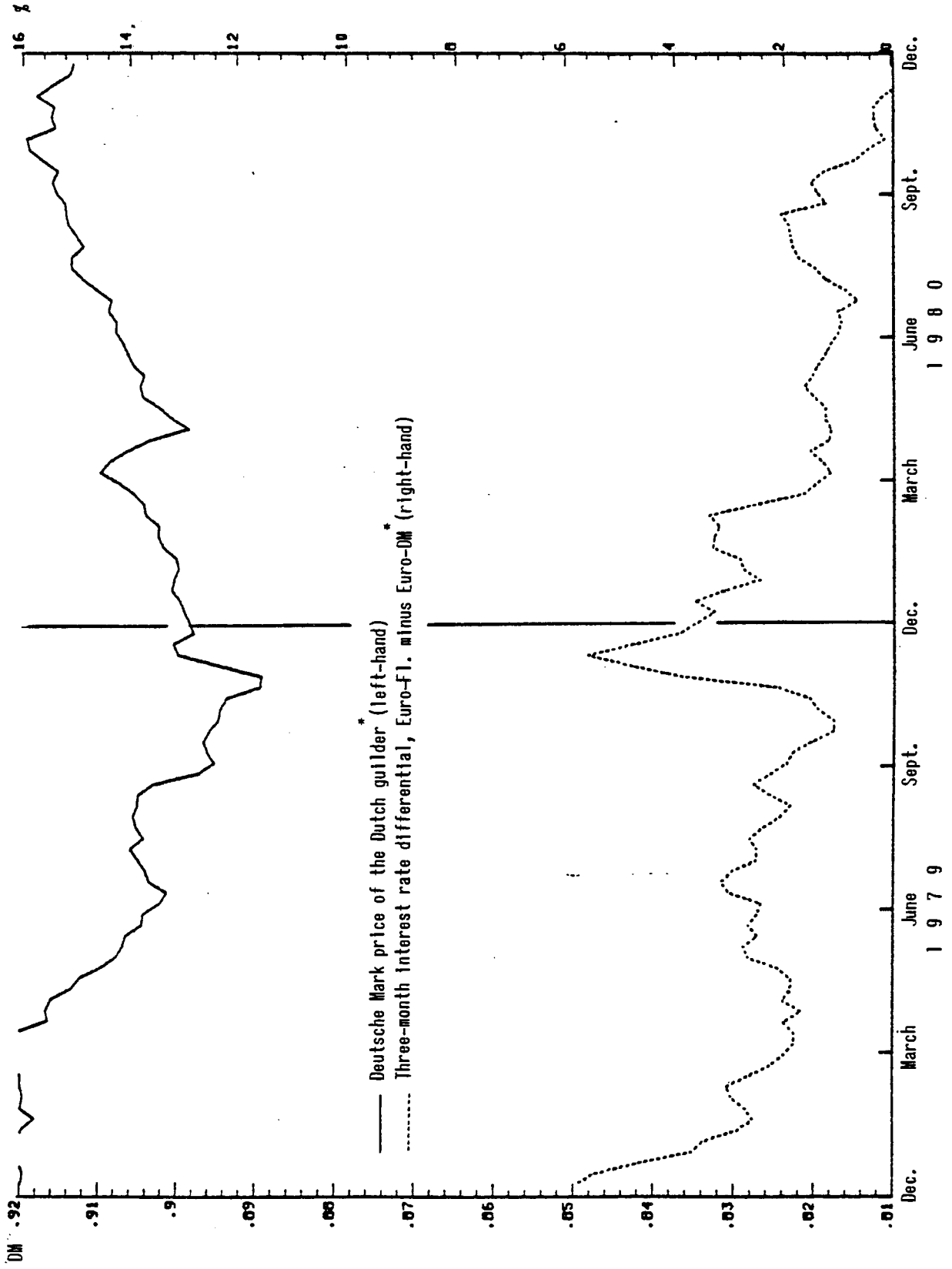
— Deutsche Mark price of the French franc (left-hand)  
..... Three-month interest rate differential, Euro-Fr.fr. minus Euro-DM\* (right-hand)

\* Weekly average of daily quotations.

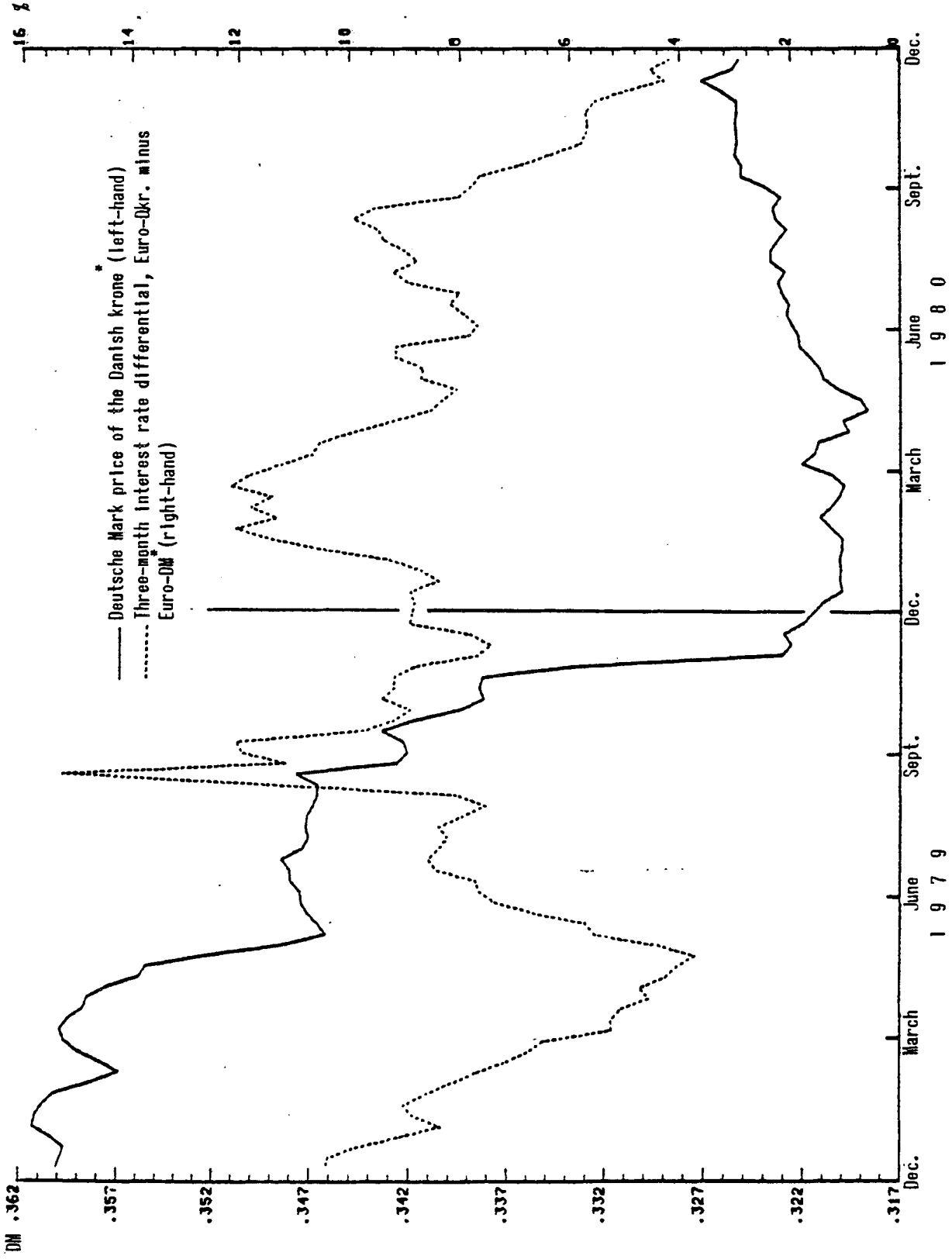




\* Weekly average of daily quotations.



\* Weekly average of daily quotations.



\*Weekly average of daily quotations.