

PROCES-VERBAL\*  
DE LA CENT-UNIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 11 MAI 1976 A 10 HEURES ET A 14 h 15

---

Sont présents\*\* : le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon, Fforde et Balfour; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par MM. Janson et Verplaetse; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Klasen, accompagné par MM. Emminger et Jennemann; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Ossola, Ercolani et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Timmerman et Boot; assistent en outre le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Mosca, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Nash; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Dondelinger; les Présidents des groupes d'experts, MM. Kirbyshire, Heyvaert et Bastiaanse. Le Secrétaire Général du Comité, M. d'Aroma, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Freeland sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Rainoni.

I. Approbation du procès-verbal de la 100e séance

Le procès-verbal de la 100e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 13 juin 1976, et ne présentant par rapport au projet, que quelques modifications de forme.

\*\* Le Gouverneur de la Norges Bank, M. Getz Wold, accompagné par M. Boerresen, et le Gouverneur de la Sveriges Riksbank, M. Wickman, accompagné par M. Eklöf, ont participé à la discussion du point III de l'ordre du jour.

II. Questions soulevées par la déclaration de M. Leutwiler à la séance d'avril

Le Président rappelle que, suite à la demande italienne et à l'initiative prise par les autorités suisses, les pays de la CEE ainsi que l'Autriche, la Norvège et la Suède ont pratiquement mis hors commerce les coupures de 50.000 et 100.000 lires des billets de banque italiens. Les membres du Comité n'ont pas de remarque à formuler.

III. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois d'avril et des premiers jours de mai 1976: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du Rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

Le Président souhaite la bienvenue à M. Getz Wold, Gouverneur de la Norges Bank et à M. Wickman, Gouverneur de la Sveriges Riksbank, qui se sont joints au Comité aujourd'hui pour la première fois au titre de la nouvelle formule qui prévoit des consultations régulières.

A. Rapport succinct sur la concertation

M. Heyvaert résume les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal. Il attire, d'autre part, l'attention du Comité sur les importantes opérations de swap et d'emprunt qui ont été effectuées au cours de la période sous revue. Enfin, il fait remarquer que le fonctionnement de la concertation n'a pas soulevé de problèmes majeurs. Toutefois, au début du mois d'avril, deux interventions en dollars, d'un faible montant et dans le sens du marché, ont été faites sans concertation préalable

B. Adoption du Rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

M. McMahon indique que les Suppléants ont apporté au projet de rapport établi par M. Heyvaert quelques modifications qui sont déjà insérées dans le texte qui a été remis aux Gouverneurs.

Le rapport est adopté par le Comité dans le texte mis au point par les Suppléants, sous réserve de très légères modifications de forme qui seront insérées dans le texte définitif qui sera transmis aux Ministres des Finances et sera également envoyé aux membres du Comité.

C. Examen de la note établie par le secrétariat sur les questions soulevées par les politiques d'intervention appliquées par les banques centrales européennes depuis mars 1975

M. McMahon indique que les travaux sur cette question ont progressé lentement depuis le début de l'année et qu'en raison notamment des divergences de vues et des événements qui ont marqué les marchés des changes au cours des derniers mois, les Suppléants n'ont pas essayé de présenter un texte révisé unanime, mais se sont plutôt concentrés sur certains aspects exposés dans la note établie par le secrétariat.

- Fluctuations quotidiennes du cours du dollar supérieures à 1%: ces fluctuations ont été enregistrées non seulement à Rome et à Londres où régnaient des circonstances particulières, mais aussi sur d'autres places, sans que les tactiques ou attitudes des banques centrales en cause aient toujours fait l'objet de consultations préalables; il serait souhaitable que les Gouverneurs réaffirment leur attachement à la règle des consultations préalables bien qu'en pratique les transgressions à cette règle n'ont pas causé de dommage.

- Interventions simultanées en sens opposés: alors que certains Suppléants reprochent à ce type d'intervention d'entraîner les inconvénients d'une certaine confusion sur les marchés et d'une certaine incohérence des actions des banques centrales, d'autres Suppléants font valoir qu'il ne faut pas exagérer ces inconvénients et que de telles interventions peuvent avoir, en fonction des tendances prévalant sur les marchés, un effet net favorable. La question est étroitement liée au conflit éventuel entre deux objectifs, à savoir la cohésion dans le "serpent" et la politique commune à l'égard du dollar.

- Interventions intramarginales: certains Suppléants estiment utile de développer davantage cet instrument en précisant les possibilités et les modalités de son utilisation, tandis que d'autres Suppléants préfèrent s'en tenir à la formule pragmatique actuelle.

M. Getz Wold remercie le Président pour l'invitation et estime très utile d'avoir des discussions en commun. La Norges Bank est satisfaite des procédures d'intervention souples qui ont permis notamment d'intervenir à l'intérieur des limites (elle est d'ailleurs ouverte pour donner plus d'ampleur à une action de ce type) et de réduire le volume des réserves à mettre en jeu;

il reste qu'elle a dû effectuer des interventions importantes pour soutenir la couronne norvégienne au milieu de mars, en liaison notamment avec les anticipations d'une réévaluation du DM, interventions qui ont pu parfois aller dans le sens de la tendance du dollar sur les autres places. En revanche, la banque centrale a dû être encore très active, dans l'autre sens, fin avril et début mai quand les banques norvégiennes ont cherché à rapatrier leurs avoirs en devises pour faire face à la menace d'une grève bancaire. En ce qui concerne le document établi par le secrétariat, M. Getz Wold fait les observations suivantes:

- Les fluctuations quotidiennes du cours du dollar supérieures à 1% semblent avoir été beaucoup moins fréquentes en 1976 qu'en 1975.
- La Norges Bank a essayé d'éviter de vendre ou d'acheter des dollars quand d'autres partenaires opéraient en sens inverse; toutefois, elle ne voit pas d'inconvénient à ce que des interventions en dollars en sens opposés aient lieu pour mieux assurer la cohésion du "serpent"
- Afin d'éviter les fluctuations erratiques que pourraient provoquer les emprunts très élevés que la Norvège contracte à l'étranger, la Norges Bank absorbe directement le produit des gros emprunts publics et ne laisse venir sur le marché que le produit des emprunts privés.
- La possibilité pour les banques centrales de la CEE à monnaie flottante de recourir à des interventions en monnaies du "serpent" selon des modalités qui pourraient être étudiées est un aspect qui mérite d'être approfondi.

M. Wickman fait remarquer que la couronne suédoise n'a pas été très affectée par les événements de mars; elle continue d'être ferme par suite notamment d'entrées de capitaux que la Sveriges Riksbank cherche cependant à freiner afin d'éviter une croissance excessive des réserves et de la liquidité du pays.

M. Wickman marque son accord général sur les conclusions formulées par les Suppléants. Il estime qu'on ne doit pas trop se soucier des interventions simultanées en sens opposés qui sont généralement bien connues et motivées et qui d'ailleurs sont utiles vu le manque d'homogénéité entre les monnaies qui forment le "serpent". La cohésion de celui-ci devrait être l'objectif prioritaire et on devrait donc disposer des instruments nécessaires pour la préserver, instruments parmi lesquels les interventions intramarginales en monnaies européennes sont à étudier sérieusement.

M. Zijlstra fait les remarques suivantes:

- Il n'est pas opposé à l'idée que le Comité étudie les causes et la nature (erratique ou non) des mouvements des cours de change, mais il pense, d'une part qu'il s'agit d'une tâche assez difficile et lourde, d'autre part qu'un travail de ce genre est accompli par le Groupe de travail No 3 de l'OCDE.
- La possibilité de recourir à des interventions en monnaies du "serpent" mérite une étude approfondie. Cette faculté ne devrait pas être réservée seulement aux banques centrales de la CEE à monnaie flottante, mais aussi aux autres banques centrales participant à la concertation, étant entendu que des interventions de ce type devraient être faites dans l'intérêt de tous les participants, y compris les membres du "serpent".

M. Ossola appuie l'idée exprimée par certains Gouverneurs que les interventions simultanées en sens opposés ne constituent pas un facteur de confusion pour les marchés (dans le cadre du "serpent" elles ne modifient d'ailleurs pas la place de celui-ci dans l'espace); il se rallie à la suggestion de M. Zijlstra d'étudier les possibilités pour toutes les banques centrales à monnaie flottante participant à la concertation, d'intervenir en monnaies du "serpent".

M. Clappier indique qu'il partage l'idée d'éviter le dogmatisme et d'attendre de confronter les règles à l'expérience pour voir si elles sont correctes et applicables. Tout en admettant que les grandes différences de taux d'inflation qui existent entre les Etats membres posent des problèmes - notamment pour l'établissement d'un mécanisme monétaire unique dans la CEE - qu'on ne peut ignorer, les autorités françaises ont le souci de ne pas voir flotter en complète liberté les monnaies de la CEE qui temporairement ne peuvent pas faire partie du "serpent". Dans cet esprit, la suggestion faite par M. Zijlstra apparaît intéressante: il s'agirait de mettre au point progressivement des règles non formelles au besoin, mais qui deviendraient au fil de l'expérience de plus en plus nombreuses et plus précises pour les pays de la CEE non membres du "serpent".

M. de Strycker rappelle qu'afin de maintenir le franc belge dans la marge, la Banque Nationale de Belgique est intervenue massivement, notamment en marks, en mars, et a donc recouru très largement aux crédits du FECOM. Comme le franc belge ne présentait pas de faiblesse fondamentale et était soumis à des pressions spéculatives, la situation s'est rapidement améliorée et des rachats importants de marks ont pu être effectués pour rembourser les crédits. En l'occurrence, ceux-ci se sont révélés "self liquidating" et ont

bien correspondu au caractère d'assistance mutuelle temporaire. Si, à cet égard, l'expérience des derniers mois apparaît satisfaisante, on peut regretter toutefois que durant les périodes de pressions sur le franc belge, les banques centrales des monnaies fortes du "serpent" ne soient pas intervenues davantage en dollars pour affaiblir quelque peu leur monnaie, réduire les tensions dans le "serpent" et aider ainsi les partenaires en difficulté. Une telle action aurait été favorable sur le plan psychologique (des interventions massives par les banques centrales des monnaies faibles ne sont jamais rassurantes pour le marché), et il serait utile qu'à l'avenir, dans des circonstances analogues, elle soit considérée par les banques centrales des monnaies fortes.

M. Emminger répond à la remarque faite par M. de Strycker que la Bundesbank a effectué, en février et en mars, des interventions en dollars pour un montant appréciable en contre-valeur de presque 1,4 milliard de DM. Des achats de dollars plus massifs auraient créé un mouvement artificiel et auraient contrecarré les tendances fondamentales du dollar et du DM qui régnaient à cette époque sur le marché. On peut donc dire que la Bundesbank a agi conformément aux suggestions de M. de Strycker et a fait, par ses interventions tant dans le cadre du "serpent" qu'à l'égard du dollar, le nécessaire pour stabiliser la situation tendue.

M. Hoffmeyer fait les observations suivantes:

- Le système actuel du "serpent" est utile dans l'élaboration de la politique économique: il exerce une pression sur les autorités du pays et conduit à une meilleure discipline.
- Néanmoins, dans les crises récentes, il aurait été souhaitable, comme l'a suggéré M. de Strycker, et en particulier pour des raisons psychologiques, que les banques centrales des monnaies fortes contribuent également au maintien de la bande communautaire en intervenant davantage dans le marché. Une telle attitude qui n'est pas obligatoire d'après les règles actuelles, n'aurait guère porté préjudice à la réalisation des objectifs de la politique monétaire intérieure des pays concernés.

M. Mosca fait remarquer que le problème des relations entre les monnaies du "serpent" et celles qui flottent librement, préoccupe également la Commission. Lors de leur Conférence officieuse du 25 avril 1976, les Ministres des finances ont accueilli favorablement l'idée de l'utilité d'établir

le plus possible des relations entre ces deux catégories de monnaies. Il existe un intérêt communautaire général à intensifier la collaboration entre toutes les monnaies de la CEE tout en ne cherchant pas à affaiblir le "serpent" et à toucher à sa valeur d'exemple et de discipline.

M. Mosca est partisan d'étudier le dernier point mentionné à la page 4 de la note du secrétariat, à savoir la possibilité pour les banques centrales de la CEE à monnaie flottante de recourir à des interventions en monnaies du "serpent". Comme l'a suggéré M. Zijlstra, cette possibilité pourrait être étendue aux banques centrales participant à la concertation mais extérieures à la CEE; elle devrait cependant être envisagée d'une manière pragmatique.

M. Murray est également en faveur d'approfondir ces possibilités nouvelles d'intervention.

Le Président conclut des discussions que le Comité semble être d'accord pour que la dernière recommandation faite dans le document du secrétariat soit examinée. Il propose de confier aux Suppléants le soin d'établir par exemple pour la prochaine séance à laquelle participeront les Gouverneurs des banques centrales associées, un rapport qui pourrait présenter, à la lumière des expériences faites en 1976, certaines suggestions pratiques touchant au domaine des procédures d'intervention et de règlements et visant surtout à assurer une plus grande stabilité entre toutes les monnaies de la CEE; ces suggestions pourraient notamment inclure la possibilité pour les banques centrales à monnaie flottante (membres ou non de la CEE) de recourir à des interventions en monnaies du "serpent".

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

#### IV. Mise en oeuvre éventuelle du soutien monétaire à court terme de la CEE en faveur de la Banca d'Italia

M. Baffi rappelle que les Ministres des Finances de la CEE ont eu, le 26 avril à Luxembourg, des conversations officieuses sur les possibilités d'une nouvelle assistance financière à moyen terme en faveur de l'Italie dans le cadre des mécanismes communautaires existants. M. Colombo a demandé à M. Baffi de solliciter un soutien monétaire à court terme pour faire la soudure avec ce concours à moyen terme. Ce crédit permettrait à la Banca d'Italia de reconstituer ses réserves en devises qui sont tombées récemment à un niveau très faible et de faire face aux pressions qui risquent de continuer de s'exercer sur la monnaie italienne durant la campagne électorale,

mais qui pourraient être calmées par l'annonce d'une aide fournie par les partenaires de la CEE.

Les importantes interventions de soutien que la Banca d'Italia a effectuées en accord avec le gouvernement italien pendant les derniers mois se justifient essentiellement par les raisons suivantes:

- la lire est actuellement sous-évaluée,
- la poursuite de la baisse du cours aurait encouragé les fuites de capitaux,
- la hausse des prix à l'importation a des effets néfastes, notamment sur le niveau des prix nationaux et aussi des revenus du fait de l'indexation.

M. Ossola expose brièvement les mesures que les autorités italiennes ont prises récemment afin de faire face à la crise de la lire.

Sur invitation du Président, M. Mosca fait état des facilités de crédit à moyen terme qui pourraient éventuellement être mobilisées en faveur de l'Italie.

En additionnant les possibilités existantes dans le cadre du concours financier à moyen terme et des emprunts communautaires, un montant global d'environ 1,1 à 1,2 milliard de dollars peut être envisagé.

M. Klasen estime qu'au stade actuel une discussion sur un nouvel emprunt communautaire serait prématurée et ne serait pas bien accueillie par les marchés.

M. Zijlstra rappelle que les décisions sur les crédits à moyen terme relèvent de la compétence des Ministres des Finances et qu'il convient donc de se concentrer sur la demande introduite par la Banca d'Italia conformément à l'article III, paragraphe 1 de l'Accord instituant le soutien monétaire à court terme. Comme il est pratiquement entendu que celui-ci est automatique en cas de difficultés temporaires ou accidentelles de la balance des paiements, il appartient aux Gouverneurs de se prononcer sur le montant et les modalités du soutien à octroyer à la Banca d'Italia.

Le Président partage le point de vue de M. Zijlstra et propose de reprendre la discussion de cette question lors de la séance de l'après-midi.

A la reprise de la séance, les Gouverneurs de la CEE marquent leur accord unanime pour mettre à la disposition de la Banca d'Italia un soutien monétaire à court terme en dollars pour un montant équivalant à 400 millions d'UCME

selon des modalités qui seront fixées ultérieurement. D'autre part, la Banca d'Italia s'adressera à la Banque des Règlements Internationaux pour obtenir une facilité supplémentaire de 600 millions de dollars.

#### VI. Rapport sur l'état des activités du Comité de contact

Le Président rappelle brièvement que, conformément à ce qui avait été convenu en avril, il a adressé au Président du Comité des Représentants permanents et à Mme Weides-Schaeffer un résumé des conclusions relatives au Comité de contact auxquelles les Gouverneurs sont parvenus à la séance du 13 avril 1976.

M. Dondelinger indique que l'état de la question est exposé dans le télex qui a été remis aux Gouverneurs.

Toutes les délégations, à l'exception des délégations belge et italienne, ont marqué leur accord de principe sur la nouvelle rédaction de l'article 11 de la Directive, rédaction qui correspond largement aux vues exprimées par le Comité des Gouverneurs.

Le Président ajoute que le Président du Comité des Représentants permanents sera saisi de la réserve formelle de la délégation belge et de la réserve provisoire de la délégation italienne.

En outre, il attire l'attention du Comité sur le souhait exprimé par la Deutsche Bundesbank d'être représentée dans le Groupe de contact officieux des autorités de surveillance.

M. Dondelinger demande si les autres banques centrales qui ne sont pas représentées dans le groupe, à savoir la Banque Nationale de Belgique et la Danmarks Nationalbank, envisagent aussi de solliciter une représentation. En effet, tout en reconnaissant le cas particulier de la Bundesbank, quelques délégations craignent que le groupe de contact officieux ne devienne trop lourd.

M. Emminger précise que la demande de la Bundesbank se justifie par le fait qu'en Allemagne la compétence en matière de surveillance des banques est répartie entre la banque centrale et l'Office fédéral de surveillance des banques.

M. Hoffmeyer indique qu'en raison des relations étroites qui existent au Danemark entre l'autorité de contrôle des banques et la Danmarks Nationalbank,

il n'estime pas nécessaire que celle-ci soit représentée dans le groupe officieux.

Le Président considère qu'avec la souplesse nécessaire et l'expérience de M. Dondelinger dans ce domaine, on peut certainement aboutir à un arrangement satisfaisant pour toutes les parties intéressées. Il invite MM. de Strycker et Baffi à réfléchir aux réserves que les délégations de leur pays ont exprimées dans le groupe de travail sur la Directive de coordination bancaire.

VII. Compte rendu de M. Kirbyshire sur les développements récents au sujet des projets de loi américains concernant l'activité des banques étrangères aux Etats-Unis

M. Kirbyshire attire l'attention des Gouverneurs sur les documents qu'il leur a remis et notamment sur les commentaires relatifs au nouveau projet de loi soumis par MM. Reuss et Rees (International Banking Act of 1976). Ces commentaires qui répondent à la demande du Federal Reserve Board, ont recueilli l'accord préalable de tous les membres du comité ad hoc avec une seule exception. L'affaire étant urgente, ils ont été expédiés sous la propre signature de M. Kirbyshire sans engager le Comité des Gouverneurs.

La Commission de la Chambre des Représentants se réunira le 12 mai pour examiner les propositions d'amendements émanant notamment des organismes d'Etat de contrôle des banques et pour mettre au point un projet de texte qui sera soumis ensuite à la Chambre des Représentants. Par ailleurs, il est à noter que les dispositions relatives aux dépôts ou titres de sécurité à constituer auprès de la FDIC ont fait l'objet d'une première modification qui donne satisfaction aux banques étrangères.

Mises à part les quelques questions secondaires, le nouveau projet n'est pas satisfaisant notamment en ce qui concerne:

- le maintien des droits acquis en matière d'activités en valeurs mobilières,
- la disposition discriminatoire de soumettre toutes les succursales et agences des banques étrangères ainsi que les compagnies d'investissements de New York, à l'obligation de réserves.

D'autre part, le nouveau projet ne prévoit aucune disposition relative aux banques de consortium.

Il est trop tard pour influencer les délibérations de la Commission de la Chambre des Représentants; dans le cas où le texte serait adopté par cette Chambre - ce qui est très probable -, il faudrait déplacer le champ d'action dans la Commission bancaire du Sénat où on a malheureusement tendance à assimiler le "International Banking Act of 1976" avec le projet de loi émanant du Federal Reserve Board. Cette confusion semble avoir été encouragée par certains membres des services du Federal Reserve Board; mais, comme il ressort de la lettre adressée au Président du Comité des Gouverneurs par M. Burns, elle ne correspond pas à l'avis de celui-ci.

Au stade actuel, il serait souhaitable que le Comité adresse au Président du Federal Reserve Board une lettre qui corrobore les commentaires que M. Kirbyshire a déjà transmis à cette institution. Un nouveau projet de lettre a été remis aux Gouverneurs; il se distingue du projet initial par une rédaction un peu plus ferme. En outre, le Comité pourrait transmettre une copie de cette lettre au Président de la Banque Nationale Suisse et inviter ce dernier à entreprendre une démarche parallèle.

Le Président fait observer que l'évolution très rapide dans ce domaine explique et peut excuser les procédures un peu particulières qui ont été suivies pour donner une réaction immédiate au dernier projet de loi. Il ajoute que M. Burns pense qu'un texte du type de celui du nouveau projet est susceptible d'être adopté par le Congrès, mais qu'il semble préférable d'obtenir un texte aussi satisfaisant que possible cette année plutôt que de retarder les procédures pour aboutir finalement à un texte qui risquerait d'être encore moins satisfaisant.

Le Comité est d'accord pour que le Président:

- adresse au Président du Federal Reserve Board la lettre dans le texte du dernier projet soumis aux Gouverneurs,
- transmette une copie de cette lettre au Président de la Banque Nationale Suisse.

VIII. Analyse de la 89e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

Sur invitation du Président, M. Rainoni fait un bref exposé sur l'évolution économique récente qui peut être caractérisée notamment par les faits suivants.

- Depuis l'automne 1975, la production industrielle dans l'ensemble des pays membres de la CEE s'est inscrite en hausse. La vigueur de la reprise varie cependant selon les Etats membres et récemment le rythme d'accroissement s'est quelque peu ralenti dans certains pays. Les taux de croissance enregistrés aux Etats-Unis et au Japon sont nettement supérieurs à ceux de la CEE, mais il faut tenir compte du fait que la récession a été plus marquée dans ces deux pays.

- L'amélioration de la demande extérieure a été jusqu'à présent moins marquée que celle de la demande intérieure; il en résulte une tendance à la détérioration de la balance commerciale.

- L'amélioration de la situation de l'emploi dans la Communauté est reflétée notamment par un faible accroissement des offres d'emploi non satisfaites et par la diminution du travail partiel. Le nombre de chômeurs complets a toutefois légèrement augmenté en mars.

- Sous l'influence des mouvements sur les marchés mondiaux, la hausse des prix de gros tend à s'accélérer. Les prix à la consommation continuent de progresser à un rythme de 12% en moyenne pour l'ensemble des pays de la CEE, les tendances les plus marquantes étant l'accentuation de la hausse en Italie et son fléchissement au Royaume-Uni.

Le Président indique qu'en raison de son départ prochain à la retraite, M. Rainoni vient de parler pour la dernière fois devant les Gouverneurs. Il le remercie au nom de ceux-ci de la contribution très utile et précieuse qu'il a apportée au Comité depuis plusieurs années, notamment dans le domaine de l'analyse de la situation économique et monétaire de la CEE.

V. Examen du rapport du groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse sur la situation monétaire dans les pays de la CEE: évolution récente et prévisions

Le Président ouvre le débat en proposant que vu le peu de temps dont dispose le Comité et la clarté du rapport, celui-ci ne soit pas présenté oralement par M. Bastiaanse.

M. Fforde indique que, durant les deux années passées, les autorités britanniques ont mené une politique monétaire anti-inflationniste qui a exercé conjointement avec la politique des revenus, des effets favorables sur le plan de la hausse des prix et du climat de l'opinion publique à cet égard.

Pour l'avenir, on prévoit une certaine accélération du rythme d'accroissement de la masse monétaire due notamment à l'augmentation du besoin net de financement du secteur public (exprimé en pourcentage du produit national brut, le besoin net de financement devrait toutefois rétrograder de quelques points) et au renforcement de la demande de crédit du secteur privé. En raison de la reprise de l'activité économique, une accélération modérée sera tolérée, mais si le taux d'expansion de la masse monétaire venait à dépasser celui du produit intérieur brut, les autorités britanniques devraient revoir leur politique; elles se trouveraient alors devant le dilemme de resserrer la politique monétaire pour lutter contre la relance de l'inflation mais de contrecarrer par là-même les efforts visant à encourager les investissements privés. Pour cette raison, la Bank of England a pris note, avec satisfaction, de la déclaration faite récemment par le Chancelier de l'Echiquier que dans un tel cas il faudrait prendre en considération l'ensemble des politiques économiques et monétaires.

M. de Strycker félicite M. Bastiaanse pour le travail utile et précieux accompli par le groupe d'experts et fait les observations suivantes:

- Le travail devrait être poursuivi car les délibérations des Gouverneurs sur la coordination des politiques monétaires doivent s'appuyer sur une documentation précise et détaillée de ce genre.

- Les experts ont attaché une importance particulière à la proportion entre le produit national brut et la masse monétaire et ont dégagé pour ces deux grandeurs une perspective d'évolution parallèle dans tous les pays membres de la CEE à l'exception de l'Allemagne. Or, la signification donnée à la masse monétaire varie considérablement dans la Communauté; pour certains pays, cet agrégat constitue un objectif tandis que pour d'autres pays il n'est qu'une supputation ou une dérivée. Il serait donc souhaitable que le rapport tienne mieux compte de cette signification variable en expliquant que la perspective d'évolutions parallèles de la masse monétaire et du PNB en termes nominaux ne correspond pas, dans tous les cas, à une politique délibérée visant à fixer une telle relation entre ces deux grandeurs.

- La projection d'évolutions parallèles de la masse monétaire et du produit national brut pour l'année 1976 est d'autant plus surprenante qu'en 1975 on a observé des divergences importantes dans la croissance de ces deux agrégats.

- Les grandes divergences qui ont existé entre les pays, en matière d'évolution des taux de liquidité, pendant les dernières années, n'ont pas eu de correspondance dans le développement des taux de change réciproques et des balances des paiements. Il en résulte que le maintien d'un certain rapport entre la masse monétaire et le produit national brut ne peut pas servir comme méthode appropriée pour assurer l'équilibre extérieur des pays membres.

- Le Rapport No 7 est un document d'information utile mais ne peut pas être interprété comme une méthode d'harmonisation des politiques monétaires nationales. Le problème de l'harmonisation relève d'un autre groupe d'experts présidé également par M. Bastiaanse.

M. Emminger fait part de sa préoccupation au sujet du parallélisme mentionné dans le rapport des experts, qui est prévu dans nombre de pays membres, dans les évolutions des taux de croissance de la masse monétaire et du PNB nominal. Comme il a été exprimé dans le rapport des experts, les politiques monétaires menées par ces pays assureraient ainsi le financement de la hausse des prix prévue pour 1976 d'une part, et ne contribueraient pas à réduire les déséquilibres extérieurs d'autre part. La Bundesbank ne s'est pas fixé comme objectif en matière de croissance de la masse monétaire, un taux de progression égal à celui du produit national brut en termes nominaux; prévoyant une croissance du produit national brut en termes nominaux de 10 à 10,5%, elle a plutôt établi un taux de 8% et a ainsi tenu compte de l'accélération de la vitesse de circulation qui devrait se produire en liaison avec la reprise de l'activité économique.

M. Clappier félicite M. Bastiaanse pour le travail accompli par les experts et reconnaît qu'au stade actuel ceux-ci ne pouvaient guère que présenter une simple juxtaposition des prévisions établies par les différentes banques centrales; l'amélioration devrait se faire progressivement au fil des travaux. Il reconnaît également que M. Emminger a raison d'insister sur le ralentissement de la vitesse de circulation et le danger que présentent en période de reprise les actifs liquides ainsi accumulés en grande quantité. Il conviendrait donc de tenir compte de ce risque, auquel la France est particulièrement exposé, et de prévoir la mise en place d'une politique monétaire plus restrictive pendant la phase ascendante de la conjoncture. Eu égard à l'incertitude de la reprise économique, la Banque de France a laissé jouer librement, en 1975, les facteurs de création monétaire mais, en 1976, elle a mis en place un

mécanisme visant à assurer, pour la masse monétaire, une progression à peu près égale au rythme d'accroissement du produit national brut en valeur, durant le premier semestre, et légèrement inférieure à ce rythme pendant le second semestre.

La réalisation de ces objectifs auxquels la Banque de France attache un caractère normatif, dépendra des moyens d'action disponibles et aussi des conditions dans lesquelles le déficit du Trésor qui reste assez important sera financé. Jusqu'à une date récente, ce déficit a été financé par des moyens monétaires, mais il serait raisonnable maintenant de recourir aux ressources non monétaires. Une telle politique pose cependant des problèmes étant donné que le secteur privé fait de plus en plus appel au marché des capitaux à un moment où l'épargne privée n'est pas encore très disposée à s'investir à moyen et à long terme.

M. Murray fait les remarques ci-après à propos du rapport qu'il estime précieux et utile.

- Dans le cas d'un pays comme l'Irlande dont le déficit de la balance des paiements courants exprimé en % du PNB est important, il serait utile de comparer la croissance de M2 à la dépense intérieure brute et non pas au produit national brut.
- La présentation du tableau No 3 ne tient pas suffisamment compte du fait que certains pays s'adressent, pour le financement d'une partie de leur déficit public, à l'extérieur. Cela peut induire en erreur dans le cas de l'Irlande et peut-être aussi pour d'autres pays.
- La politique monétaire est actuellement à peu près impuissante en Irlande en raison de l'influence du financement du secteur public sur la croissance monétaire.

M. Zijlstra félicite le groupe d'experts et son Président pour les travaux accomplis et souhaite que ceux-ci soient poursuivis en vue de préparer les discussions sur les problèmes de la coordination des politiques monétaires que le Comité devrait considérer à l'avenir comme une partie importante et permanente de sa mission.

Le parallélisme entre la croissance de la masse monétaire et celle du produit national brut n'assure pas des conditions économiques équilibrées car a posteriori ce parallélisme ne représente en fait qu'une identité qui ne dit rien sur les causes de l'évolution observée. La tâche des banques centrales ne consiste pas à enregistrer les hausses des prix et à aménager en conséquence leurs politiques, mais plutôt à faire face aux développements

indésirables au moyen d'instruments de politique monétaire capables d'influencer la liquidité et à travers celle-ci, les prix, l'équilibre extérieur, etc. L'action devrait porter sur les trois sources principales de la liquidité mais il est clair qu'elle peut être appliquée plus facilement et plus efficacement au secteur "entreprises et particuliers" qu'aux deux autres sources de création monétaire, à savoir "les autorités publiques" et le secteur "étranger".

En se référant à la remarque faite par M. de Strycker que les variations du taux de liquidité de l'économie ne se répercutent pas nécessairement sur la position extérieure d'une économie nationale, M. Zijlstra explique que l'excédent de la balance néerlandaise des paiements courants est un phénomène partiellement temporaire et réversible car il est lié, outre les exportations de gaz naturel, à la faiblesse actuelle de l'activité d'investissement aux Pays-Bas.

Pour l'avenir, M. Zijlstra recommande que le Comité poursuive ses discussions en vue en particulier d'examiner dans quelle mesure les banques centrales peuvent contrôler les sources de création monétaire avec les instruments dont elles disposent et dans quelle mesure ces instruments peuvent être harmonisés à l'échelle communautaire. Il ajoute qu'il n'est pas en faveur de transmettre le Rapport No 7 au Comité monétaire.

Le Président estime que les politiques d'intervention et les politiques monétaires sont, pour le Comité des Gouverneurs, des domaines fondamentaux dans lesquels les banques centrales doivent pouvoir être franches et doivent pouvoir échanger librement mais confidentiellement leurs expériences, idées et supputations. Le Rapport No 7 contient quelques éléments délicats pour certains Etats membres et constitue dans une certaine mesure une tentative. Aussi conviendrait-il soit de ne pas le transmettre dans sa forme actuelle et attendre l'élaboration du prochain rapport pour se prononcer, soit d'en préparer une version réduite qui pourrait être diffusée.

M. Hoffmeyer, qui considère qu'en règle générale les rapports établis pour le Comité des Gouverneurs devraient pouvoir être transmis au Comité monétaire, M. de Strycker et M. Zijlstra acceptent l'idée de faire préparer une nouvelle version du Rapport No 7 qui supprimerait les passages délicats et qui pourrait être transmise au Comité monétaire après avoir été examinée par les Gouverneurs lors d'une prochaine séance.

Tout en marquant son opposition à la diffusion du Rapport No 7 qui constitue une tentative dans un domaine difficile, M. Klasen se rallie à ses collègues.

M. Clappier reconnaît la nécessité d'assurer une collaboration entre le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs. Toutefois, s'agissant de questions qui mettent en jeu la responsabilité des banques centrales et celle des Trésoreries, il convient d'éviter le risque de rendre difficile la coopération entre ces deux catégories d'institutions; il serait donc souhaitable de demander aux experts de revoir dans un sens plus prudent le contenu du Rapport No 7.

M. Mosca souligne l'importance de cette collaboration. Le Rapport No 7 est très intéressant et s'insère dans les suggestions faites par la Commission. Des études sont encore nécessaires, des problèmes techniques restent à éclaircir, et des problèmes politiques peuvent apparaître, mais le rapport lui-même parle de la nécessité de la coordination des politiques monétaires et des politiques budgétaires ce qui suppose une concertation entre les gouvernements et les banques centrales.

Le Comité convient finalement:

- de charger le groupe présidé par M. Bastiaanse d'élaborer une nouvelle version prudente du Rapport No 7 à la lumière des remarques faites par les Gouverneurs,
- de reprendre cette question lors de la séance du Comité de juin ou de juillet.

#### IX. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

#### X. Date et lieu de la prochaine séance

En raison de l'Assemblée annuelle de la BRI, la prochaine séance du Comité devrait être courte et avoir lieu à Bâle le dimanche 13 juin 1976 vers 17 h 30, ou plus exactement dès que la réunion des Gouverneurs du Groupe des Dix sera terminée.

RAPPORT SUCCINCT SUR  
L'EVOLUTION DES MARCHES DES CHANGES  
DES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION

---

AVRIL 1976

---

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des banques centrales participant à la concertation (banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Suisse, du Japon, des Etats-Unis et du Canada) et les opérations d'intervention de ces dernières, durant le mois d'avril 1976 et les premiers jours de mai.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Le calme et un meilleur équilibre sont progressivement revenus dans la plupart des marchés des changes durant le mois d'avril. Mais l'attention est restée fixée sur l'évolution de la livre sterling et de la lire italienne d'une part, et du franc suisse d'autre part, sur lesquels les pressions de sens opposés déjà enregistrées précédemment se sont encore accentuées.

Les monnaies du "serpent" ont retrouvé une certaine cohésion. L'écart maximum de 2,25% n'a été atteint qu'à quelques reprises au début du mois; ensuite, la largeur de la bande communautaire s'est maintenue entre 1,60 et 1,85%.

Le mark allemand est resté en permanence isolé au bord supérieur. Les autres monnaies se sont trouvées, la plupart du temps, groupées dans une zone large de  $\frac{1}{2}$ % ou moins. La couronne danoise s'est montrée fort irrégulière, en accusant alternativement hausses et replis rapides et relativement amples. Au bord inférieur de la bande se sont trouvés successivement la couronne danoise, la couronne norvégienne, le franc belge, la couronne suédoise et le florin.

Il convient néanmoins de souligner la meilleure tenue de la couronne danoise et surtout du franc belge.

La livre sterling a touché un minimum historique, le 26 avril, lorsque furent connues certaines oppositions syndicales aux propositions gouvernementales relatives à l'évolution des salaires. Par la suite, elle s'est redressée mais, au 30 avril, son repli par rapport au 31 mars atteignait encore 3,75% vis-à-vis du dollar et plus de 4 $\frac{1}{4}$ % vis-à-vis de l'ensemble des monnaies du "serpent".

La lire italienne a enregistré, tout d'abord, une certaine reprise; mais elle a subi, durant la seconde quinzaine du mois, un nouveau repli qui l'a finalement éloignée des monnaies du "serpent" d'une fraction supplémentaire de 6 $\frac{3}{4}$ %.

Une action de coopération a été entreprise à l'échelle européenne, en vue de décourager au maximum les exportations de capitaux italiens sous forme de grosses coupures.

En complément à cette action, et dans le but de freiner l'appréciation de leur monnaie, les autorités suisses ont décidé de limiter la liberté d'importation des billets de banque étrangers. En dépit de cette mesure, le franc suisse s'est encore raffermi. Son gain, vis-à-vis des monnaies du "serpent", s'élève à 0,40%, ce qui porte à un peu plus de 11% l'appréciation moyenne du franc suisse depuis le 30 avril 1975.

Quant au franc français, il a fait preuve de stabilité et s'est rapproché du mark, à un peu moins de 4% de son ancien cours plancher à Francfort.

Enfin, par rapport aux monnaies du "serpent", le dollar EU a poursuivi son repli qui se chiffre par un peu moins de  $\frac{1}{2}$ % en moyenne. Cette évolution s'est manifestée, surtout en fin de mois, en raison de la grande aisance du marché monétaire américain d'une part, l'annonce de l'accentuation du déficit de la balance commerciale américaine en mars, d'autre part.

Le dollar canadien et le yen sont restés bien orientés et stables: parallèlement aux monnaies du "serpent", ils ont progressé vis-à-vis du dollar EU d'une fraction proche de  $\frac{1}{4}$ %.

## II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Alors qu'en mars, les ventes de dollars de l'ensemble des banques centrales qui participent à la concertation avaient largement dépassé les achats, il y a pratiquement équilibre en avril. A l'achat, comme à la vente, le volume global des interventions en dollars atteint près de 2 milliards de dollars. Toutefois, celles-ci sont très inégalement réparties.

La part des banques centrales qui font partie du système de change à fluctuations limitées est insignifiante.

Deux des banques centrales de la CEE qui ne sont pas membres de ce système ont essentiellement procédé à des ventes en vue d'apporter un certain soutien à leur monnaie: au total, ces opérations représentent 85% du volume global des ventes.

La majeure partie des achats d'intervention est imputable aux banques centrales qui ne sont membres, ni du "serpent", ni de la Communauté: elle atteint plus de 80% du volume total. Les acquisitions de la Banque Nationale Suisse dépassent nettement non seulement celles des autres banques centrales, mais aussi, cette fois, les cessions faites aux emprunteurs étrangers de francs suisses à long terme. Elles ont eu pour but de freiner l'appréciation persistante de la monnaie helvétique.

La Banque du Japon n'est intervenue qu'à l'achat et seulement pendant les premiers jours du mois. La Banque du Canada a opéré dans les deux sens: l'ensemble de ses opérations ne laisse qu'un léger solde positif.

### III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Le retour à la détente entre les monnaies du "serpent" a permis de limiter à un montant marginal les interventions obligatoires aux cours extrêmes. En effet, seule la couronne danoise a dû être soutenue, les deux premiers jours du mois, vis-à-vis du mark allemand pour une faible somme.

L'accentuation de cette détente a ensuite permis à la Banque Nationale du Danemark de racheter des marks allemands et principalement à la Banque Nationale de Belgique de racheter des marks allemands et des florins. De son côté, la Banque de France a pu aisément se procurer dans le marché les couronnes suédoises nécessaires au remboursement de ses modestes engagements envers la Sveriges Riksbank contractés en mars. Le total de ces achats, dont le produit a été affecté à la réduction de financements enregistrés lors des tensions de février et mars derniers, atteint près de 300 millions d'UCME. Ce montant, près de trois fois supérieur à celui des rachats qui avaient pu avoir lieu déjà durant la dernière semaine de mars, représente 12% environ de l'ensemble des interventions de soutien qui furent nécessaires en mars.

La Federal Reserve Bank of New York n'a pas été amenée à être fort active dans le marché: elle n'y a acheté que l'équivalent de quelques millions de dollars en francs belges. D'autre part, elle a acquis directement d'autres banques centrales la contre-valeur de quelques dizaines de millions de dollars en marks allemands.

\* \* \*

#### La première semaine de mai 1976

La première semaine du mois de mai est restée dominée par les fluctuations marquées des cours de la livre sterling et de la lire italienne.

La première s'est finalement repliée par rapport aux derniers cours relevés fin avril sans toutefois revenir au niveau le plus bas touché le 26 avril; la seconde, au contraire, s'est assez nettement redressée à la suite de la décision prise le 6 mai par les autorités italiennes de subordonner tous les paiements à destination de l'étranger, sauf ceux qui sont relatifs aux importations de blé, à la constitution, à concurrence de 50% et pour trois mois, d'un dépôt non rémunéré en lires.

La reprise de la lire, par rapport au dollar notamment, atteint plus de 4%.

D'autre part, le franc suisse a augmenté encore fortement son avance. Celle-ci s'est chiffrée en effet par près de 1,25%, aussi bien vis-à-vis des monnaies du "serpent" que du dollar.

Par rapport à l'ensemble des autres devises, le dollar EU s'est stabilisé au niveau auquel il avait fléchi fin avril.

Dans le "serpent", toutes les monnaies, sauf le florin, se sont rapprochées du mark allemand qui reste isolé au bord supérieur. Le florin a occupé en permanence le bord inférieur.

L'épaisseur du "serpent" est restée voisine de  $\frac{3}{4}$ %.

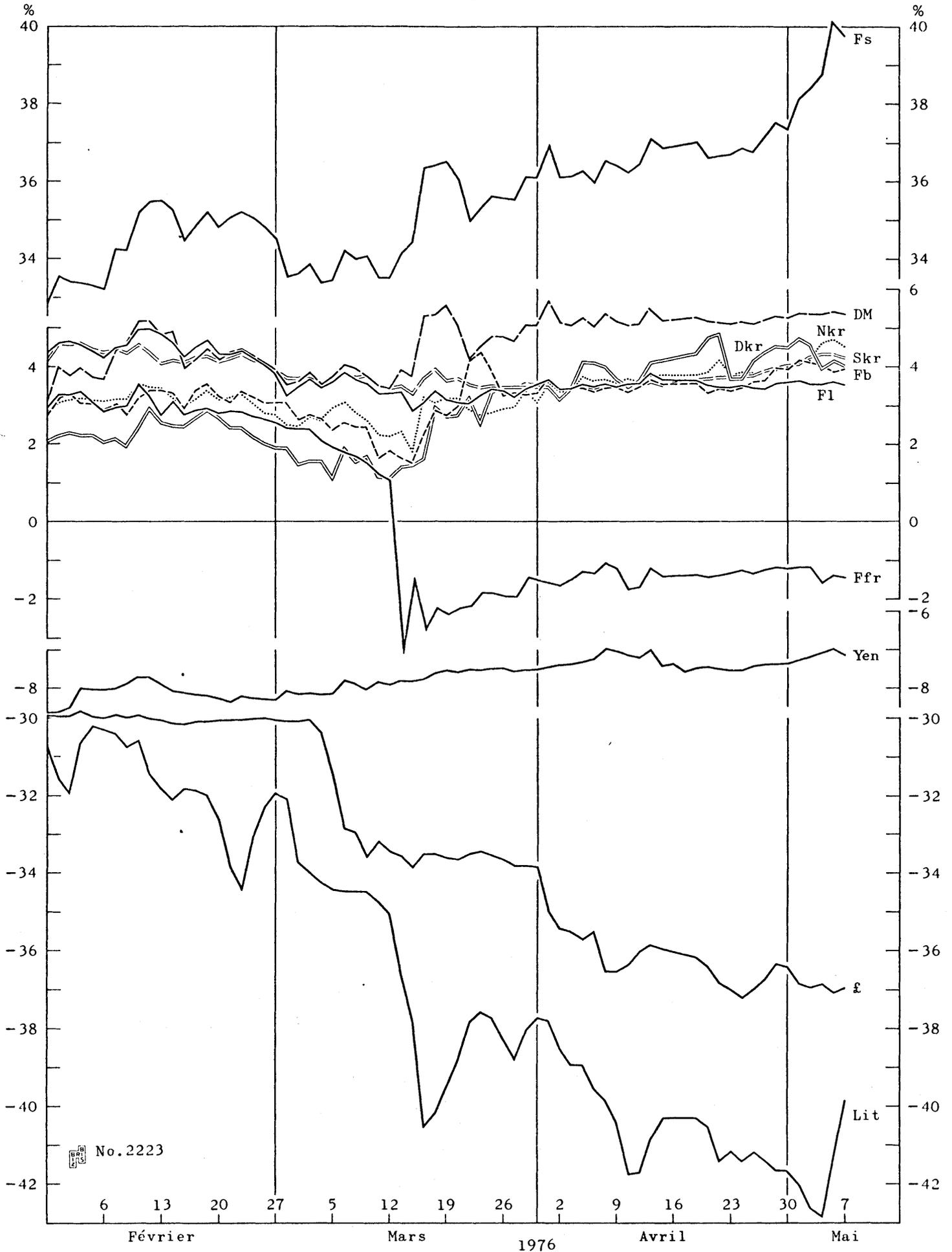
Aucune intervention de soutien en monnaies communautaires n'a été nécessaire.

Le redressement du franc belge a permis à la Banque Nationale de Belgique de poursuivre ses rachats de marks allemands: ceux-ci ont été affectés à la réduction de son endettement auprès du FECOM. Pour la première semaine de mai, ces opérations se sont chiffrées, au total, par 64 millions d'UCME.

Comme durant le mois d'avril, les banques centrales du "serpent" ont été très peu actives en dollar.

En revanche, la plupart des autres banques centrales qui participent à la concertation sont intervenues assez fréquemment dans le marché de cette devise et, pour certaines d'entre elles, à concurrence de montants relativement élevés. Les opérations des banques centrales de la Communauté qui ne font pas partie du système de change à fluctuations limitées se sont traduites par une vente nette légèrement inférieure à \$200 millions, celles des autres banques centrales participant à la concertation par un achat net quelque peu supérieur à ce montant. La Federal Reserve Bank of New York a été inactive dans le marché.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES  
 PARTICIPANT A LA CONCERTATION  
 PAR RAPPORT AU DOLLAR SUR LA BASE DES COURS CENTRAUX\*



\* Effectifs, 1 dollar EU =  
 Fb 40,3344; Dkr 6,28205; Ffr 4,60414; DM 2,6690; F1 2,7812; Nkr 5,69606; Skr 4,56.  
 Théoriques, 1 dollar EU =  
 Lit 523,35; Yen 277,20; Fs 3,456. £1 = \$2,8952.