

PROCES-VERBAL *
DE LA CENT-TRENTE-QUATRIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 8 MAI 1979 A 10 HEURES

Sont présents: Le Gouverneur de la Banque de France et Président du Comité, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl et Rieke; le Directeur Général de la Central Bank of Ireland, M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Directeur des Affaires monétaires de la Commission des Communautés européennes, M. Boyer de la Giroday, accompagné par M. Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; les Présidents des groupes d'experts, MM. Heyvaert et Bastiaanse. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 133e séance

Le Président signale que le secrétariat a reçu une proposition d'amendement de la part de M. Heyvaert qui souhaite préciser la fin de son exposé reproduit à la page 2 du projet du procès-verbal; il ajoute qu'afin d'éviter une mauvaise interprétation, il propose lui-même de modifier légèrement sa déclaration liminaire qui est reproduite à la première page du projet, en supprimant le membre de phrase qui se situe après les mots "bien et rapidement".

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

Le Président constate qu'aucune autre remarque n'étant présentée par des membres, le procès-verbal de la 133e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité, étant entendu que les changements proposés seront insérés dans le texte définitif.

M. Baffi fait la déclaration suivante:

Je remercie le Président d'avoir proposé d'éliminer une formule qui pouvait être interprétée dans le sens que l'estime des Gouverneurs à l'égard de la Banca d'Italia et de ses dirigeants pouvait dépendre de la solution rapide de cette "malheureuse affaire", c'est-à-dire d'une condition qui pourrait s'avérer difficile à réaliser. Nous avons supposé, M. Sarcinelli et moi-même, que cette interprétation ne correspondait pas aux sentiments des Gouverneurs mais nous apprécions maintenant d'être parfaitement assurés à ce sujet. La vaste réaction que l'"affaire" a provoquée en Italie tient au fait que la Banca d'Italia a exercé, comme toujours par le passé, une prérogative que la loi bancaire lui reconnaît, à savoir de juger selon des procédures formalisées depuis longtemps si à la suite d'une inspection certains faits doivent être portés à la connaissance du juge pénal. Si cette prérogative est enlevée - alors que la banque centrale est déjà presque privée de la fonction monétaire du fait du rôle du Trésor dans la création de la liquidité intérieure - la Banca d'Italia risque d'être réduite à exercer une fonction subordonnée de contrôle des banques dont serait même exclue toute considération pour l'intérêt social qui s'attache à la stabilité des marchés du crédit. Une telle situation consacrerait un nouvel appauvrissement du tissu institutionnel de la société italienne et rendrait pratiquement impossible le recrutement d'hommes de talent au sein de la Banca d'Italia. Toutes ces raisons expliquent que celle-ci ait fait appel à la sympathie des Gouverneurs dans la dure épreuve qui lui est imposée.

Le Président se fait l'interprète du Comité pour renouveler à M. Baffi l'expression de la sympathie des Gouverneurs. M. Baffi a décrit les conséquences possibles de la situation présente sur les fonctions de la Banca d'Italia, ces conséquences sont suffisamment sérieuses pour mériter toute la sympathie des Gouverneurs.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois d'avril et des premiers jours de mai 1979: Adoption du rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE; Rapport succinct sur la concertation

A. Adoption du rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal; il signale en particulier que le franc belge a franchi son seuil de divergence le 3 mai et que la Banque Nationale de Belgique a consécutivement relevé ses taux officiels et diversifié ses interventions sur le marché des changes en vendant des francs français dont le cours se rapprochait de la limite supérieure. Il ajoute enfin que la concertation a été renforcée selon les vœux exprimés par les Gouverneurs en avril; de nets progrès ont déjà été enregistrés mais ils sont encore insuffisants.

Le Président remercie M. Heyvaert pour son exposé toujours très clair et complet et invite M. Théron à faire part des résultats des discussions des Suppléants sur le rapport.

M. Théron indique que les Suppléants ont examiné le rapport destiné aux Ministres et ont apporté quelques modifications qui sont incorporées dans la version datée du 7 mai 1979. Les quatre graphiques en annexe sont légèrement différents de ceux du mois précédent; ils semblent pouvoir être encore quelque peu améliorés et trouver leur forme définitive en juin.

Les Suppléants ont constaté l'amélioration de la concertation qui s'est produite depuis avril et ils estiment qu'il faut persévérer dans cette voie; ils suggèrent aux Gouverneurs de discuter les deux sujets suivants:

- La situation du franc belge qui a franchi son seuil de divergence.
- Le problème de la livre irlandaise qui tout en appartenant au système monétaire européen, s'efforce de ne pas trop s'écarter de la livre sterling.

Le Président remercie M. Théron pour son exposé; il constate l'accord du Comité sur le texte du rapport et les 4 graphiques qui sont destinés aux Ministres des Finances des pays de la CEE et il propose au Comité de discuter les deux problèmes sélectionnés par les Suppléants.

B. Evolution de la concertation intracommunautaire

1. Le franc belge et l'indicateur de divergence

M. de Strycker indique que l'expérience de la "divergence" du franc belge est encore trop courte pour en tirer des leçons mais qu'il peut donner quelques explications sur l'évolution du franc belge dont les graphiques fournissent une bonne illustration. Le franc belge se trouve dans une situation peut-être exceptionnelle et pas parfaitement prévue lors de la mise au point du système monétaire européen, en ce sens qu'il a atteint à la fois sa limite bilatérale contre une autre monnaie, la couronne danoise, et son seuil de divergence. Il s'agit-là d'une indication de la faiblesse du franc belge par rapport à l'ensemble des autres monnaies du système et cette faiblesse est due essentiellement au déficit de la balance de base qui s'est progressivement développé au cours des derniers mois: d'une part, l'augmentation du déficit de la balance commerciale n'est que partiellement compensée par l'excédent des services, d'autre part, les mouvements de capitaux à long terme sont redevenus légèrement négatifs. Malgré la difficulté d'analyser les origines d'un déficit commercial, on peut avancer que ce dernier relève de causes structurelles, la Belgique et le Luxembourg ayant des industries traditionnelles (acier, textiles, etc.) en déclin et exposées à la concurrence croissante de l'étranger, et de causes conjoncturelles moins préoccupantes du fait qu'elles tiennent à la phase de reprise modérée de l'activité économique, l'Union économique belgo-luxembourgeoise étant un pays essentiellement transformateur importe beaucoup avant d'exporter. Afin d'éviter qu'à ce déficit de la balance de base s'ajoute un déficit des mouvements de capitaux à court terme déterminé par le niveau des taux d'intérêt, la Banque Nationale a relevé son taux d'escompte de base pour provoquer une hausse des taux du marché monétaire et empêcher qu'un différentiel se creuse avec les marchés des pays voisins, notamment des Pays-Bas. La Banque Nationale a dû ainsi renoncer à la politique de baisse progressive des taux qu'elle avait suivie pendant plusieurs mois en vue de soutenir l'activité économique et a dû s'engager au contraire dans une politique de relèvement des taux qui constitue la réponse au défi posé par le franchissement du seuil de divergence.

Il est à noter que ce dernier phénomène n'est pas lié exclusivement à la situation du franc belge car dans un système regroupant plusieurs monnaies, la force ou la faiblesse de chacune d'entre elles sont relatives par rapport

aux autres. Ainsi, on peut se demander si la force relative du deutsche mark, dont le poids est important dans la position de l'Ecu par rapport aux monnaies, ne résulte pas dans une large mesure des interventions importantes (3,6 milliards de dollars en avril) faites par la Deutsche Bundesbank et la Federal Reserve Bank of New York.

M. de Strycker conclut en soulignant que la position du franc belge dans le SME tient donc à des éléments propres à l'Union économique belgo-luxembourgeoise auxquels les autorités tâchent de porter remède au moyen de la politique monétaire, et à des éléments extérieurs, notamment les interventions des partenaires.

M. Zijlstra indique que l'expérience a montré aux Pays-Bas qu'il existe une relation assez étroite entre le déficit ou besoin de financement du secteur public et le déficit de la balance des paiements, en ce sens que si le besoin de financement dépasse un certain seuil, déterminé par les circonstances et les conditions propres au pays en cause, un déficit de la balance de base apparaît presque automatiquement. Il se demande si ce phénomène ne joue pas également en Belgique étant donné le niveau élevé et croissant du déficit du secteur public.

M. de Strycker reconnaît que le déficit du secteur public en Belgique est actuellement très important, exceptionnel même, et qu'on peut se demander s'il ne va pas dépasser en 1979 la capacité de financement du marché des capitaux et nécessiter un recours substantiel aux moyens monétaires. Un tel financement monétaire a déjà eu lieu en 1978 mais dans des limites modérées et sous la forme, en partie, d'emprunts en monnaies étrangères; il devrait être utilisé en 1979 sur une plus grande échelle.

Il est à noter que l'importance du déficit des finances publiques n'est pas un fait nouveau en Belgique; depuis plusieurs années, des déficits importants ont été couverts par le marché des capitaux sans trop de difficultés étant donné le taux d'épargne élevé dans le pays et également la faiblesse des emprunts du secteur privé. D'autre part, au cours de ces années, on n'a pas constaté une corrélation entre le déficit du secteur public et celui de la balance des paiements puisque celle-ci a été en excédent ou en équilibre. Le phénomène mentionné par M. Zijlstra n'a donc pas existé dans le passé mais pourrait apparaître dans un avenir assez proche avec l'accroissement du financement monétaire du secteur public.

Le Président note que cette première expérience du franchissement du seuil de divergence a fait l'objet de la part des autorités belges d'une réaction

constructive et diversifiée qui est conforme à l'esprit et à la lettre des Accords du SME. En effet, la Banque Nationale de Belgique a pratiqué des interventions intramarginales et a diversifié ses interventions, elle a agi sur les taux d'intérêt et elle surveille attentivement les risques pour les mois à venir d'un financement monétaire du déficit du secteur public.

M. Emminger tient à souscrire à l'appréciation du Président à l'égard des autorités belges qui ont effectivement agi conformément à ce qu'on pouvait attendre. Il s'interroge toutefois sur la détérioration de la balance commerciale et de la balance de base de la Belgique, car M. de Strycker a parlé de raisons structurelles qui sont manifestes mais aussi de raisons conjoncturelles qui devraient avoir un effet favorable puisque l'économie belge profite actuellement de la reprise en Allemagne. Or la balance commerciale belge ne s'améliore pas, ce qui tend à indiquer qu'il existe peut-être des raisons plus profondes.

M. de Strycker comprend la remarque de M. Emminger et précise que l'examen de la situation d'un pays dont la monnaie est faible et a franchi son seuil de divergence doit distinguer soigneusement les diverses causes et notamment les facteurs structurels, conjoncturels et accidentels. Si la politique monétaire peut répondre à ces deux derniers types de facteurs, les premiers relèvent de la politique économique générale et nécessitent à la fois des efforts déterminés et du temps.

Le Président invite M. Breen à exposer la situation de la livre irlandaise et les problèmes qui se sont posés à la Central Bank of Ireland.

2. La livre irlandaise et sa relation avec la livre sterling

M. Breen indique qu'il y a peu à ajouter aux informations déjà données dans le rapport sur la concertation. La divergence entre les livres anglaise et irlandaise continue de constituer l'élément dominant du marché des changes à Dublin. Cette divergence s'est stabilisée entre la mi-avril et le début de mai, mais il est manifeste que la persistance d'une importante divergence poserait des problèmes pour la politique économique du gouvernement irlandais. A l'intérieur de sa marge de manoeuvre limitée, la banque centrale a réussi à administrer le cours de la livre irlandaise dans le sens d'une baisse vis-à-vis du franc belge; elle a aussi subi des pertes substantielles de réserves en avril et a estimé prudent de prévoir une facilité de 250 millions de dollars. La position des réserves devrait toutefois bénéficier prochainement du produit

d'emprunts à l'étranger du gouvernement. Les taux d'intérêt à Dublin ont enregistré une forte hausse et alors qu'ils étaient normalement peu différents des taux de Londres, ils sont maintenant supérieurs de 3 à 4 points.

Le Président remercie M. Breen pour son exposé.

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

Le Président invite M. Bastiaanse à introduire le Rapport No 14 sur les politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE.

M. Bastiaanse rappelle que les principales conclusions du rapport sont présentées dans les pages 2 à 4 et que si le document des experts peut paraître en général sombre en ce sens qu'il évoque le danger d'une dégradation plutôt que d'une amélioration de la convergence entre les Etats membres, l'espoir est cependant émis que ceux-ci répondront d'une manière coordonnée au conflit qui se pose entre leurs objectifs de croissance et de prix. La cohésion qui a prévalu jusqu'à présent au sein du système monétaire européen tient à des facteurs spéciaux - tels que la fermeté du dollar et les excédents courants de certains pays participants - qui peuvent n'être que temporaires. Le Rapport No 13 de septembre 1978 était déjà prudent au sujet du SME: en effet, la stabilité des relations de changes peut aider à résoudre certains problèmes économiques nationaux mais l'adhésion à une telle stabilité peut amener certains pays à modifier leurs priorités de politique économique.

Le haut niveau des taux d'intérêt qui est observé dans plusieurs Etats membres n'est lié qu'en partie au niveau des taux américains; il tient plutôt aux sorties de capitaux, à l'insuffisance de l'épargne nationale ou au rythme élevé d'inflation et représente un message que les hommes politiques et les syndicats devraient prendre en considération. Dans plusieurs pays de la CEE, on constate également un manque de discipline budgétaire et une progression très rapide des salaires qui créent le danger de trop surcharger les politiques monétaires.

L'Annexe 2 du Rapport est consacrée à la base monétaire en tant qu'indicateur et variable de la politique monétaire; elle constitue le résultat des discussions des experts menées à partir d'une note de la Banca d'Italia. Ainsi qu'il est dit à la page 2 du rapport, le groupe a conclu qu'il ne peut

recourir que dans une mesure limitée au concept de base monétaire.

Le Président remercie M. Bastiaanse et le groupe d'experts pour le rapport qu'ils ont établi et invite M. Lamfalussy à présenter quelques réflexions notamment sur l'évolution des taux d'intérêt dans le monde.

M. Lamfalussy présente les réflexions résumées ci-après.

Le Rapport No 14 des experts met en avant deux explications tout à fait valables du succès initial du SME, à savoir l'excédent en comptes courants dans un certain nombre d'Etats membres importants comme l'Italie, la France et aussi le Royaume-Uni, et le reflux spectaculaire de fonds vers le dollar qui s'est produit depuis janvier et qui a affaibli principalement le deutsche mark, le franc suisse et le yen. Cette situation favorable peut-elle durer et quels sont les dangers qui la menacent? La réponse à cette question passe d'abord par le problème de l'inflation qui reprend un peu partout et des réactions qui en résultent en Europe et aux Etats-Unis. La reprise de l'inflation s'observe au niveau des prix de détail dans plusieurs pays, et notamment aux Etats-Unis où elle date d'environ deux ans. Elle est toutefois plus générale au niveau des prix de gros, avec comme seule exception majeure les Pays-Bas, par suite de l'augmentation des prix des matières premières industrielles (+ 35 à 40% des prix en dollars en 1 an), à laquelle s'ajoute la hausse substantielle des prix des produits pétroliers. L'affaiblissement de certaines monnaies vis-à-vis du dollar fait que l'impact sur les prix à l'importation a été considérable et a constitué l'élément le plus important. Cette augmentation des prix des matières premières est inquiétante si l'on considère qu'elle s'est produite dans un contexte de forte activité économique aux Etats-Unis mais de légère ou même très légère reprise en Europe.

Les autorités monétaires ont réagi à une telle évolution: le Rapport No 14 expose les réactions des pays de la CEE, au Japon par exemple la réaction a été similaire et peut être même plus vive qu'en Allemagne, en particulier la dépréciation du taux de change effectif du yen a été très forte. Si, dans l'ensemble on peut s'attendre à une orientation vers des politiques monétaires restrictives avec notamment une hausse des taux d'intérêt, la grande question concerne la politique que les Etats-Unis suivront dans les mois à venir. Il semble que les autorités monétaires américaines fondent leur politique en cours sur l'hypothèse d'un tassement de la conjoncture vers la fin de l'année; elles ne pensent donc pas utile de resserrer un peu plus une politique monétaire qui a déjà été resserrée depuis l'automne 1978 et craignent certainement de trop réagir comme on le leur a reproché dans le passé. Si cette hypothèse

se vérifie, il y aurait peu à craindre pour les pays de la CEE, car l'impact du tassement de la conjoncture aux Etats-Unis sur les prix internationaux et sur la balance courante américaine auront des effets favorables pour la Communauté et devraient permettre en particulier aux grands pays en dehors des Etats-Unis de ne pas mener une politique monétaire trop restrictive.

Un second scénario ne doit pas cependant être exclu dans lequel la conjoncture américaine se développerait en un boom inflationniste (certains signes existent dans la construction et le comportement des consommateurs). Dans cette hypothèse, les politiques monétaires devraient devenir partout plus restrictives et la dégradation de la balance courante et de base des Etats-Unis risquerait d'entraîner à nouveau de l'agitation sur les marchés des changes.

Le Président remercie M. Lamfalussy pour son exposé et invite les Gouverneurs à présenter leurs remarques.

M. Emminger indique que le Rapport No 14 et les réflexions de M. Lamfalussy fournissent ample matière à discuter. La lecture attentive du rapport conduit effectivement à des conclusions peu optimistes, les experts indiquant clairement que les orientations actuelles des politiques monétaires ne constituent pas un progrès dans la convergence des politiques économiques et qu'il existe même un danger d'accentuation des divergences. On peut donc se demander s'il ne faudrait pas, soit changer les politiques monétaires afin d'obtenir plus de convergence, soit se préparer à adapter les taux de change mais sans déclencher pour autant de grandes crises de change. MM. Bastiaanse et Lamfalussy ont montré clairement que le fonctionnement jusqu'ici satisfaisant du SME était dû largement à des facteurs spéciaux. M. Lamfalussy a fait une analyse très intéressante sur la persistance possible de ces facteurs. En ce qui concerne les deux scénarios de la conjoncture américaine, esquissés par M. Lamfalussy, on peut dire, sur la base des contacts réguliers existant entre la Deutsche Bundesbank et le Système de Réserve Fédérale, qu'en avril celui-ci fondait son action sur le premier scénario mais qu'au début de mai, il était moins sûr qu'il se vérifiera, ce qui signifie que le second scénario d'un boom inflationniste ne doit pas être exclu.

M. Zijlstra présente trois observations:

- Parmi les risques et les types d'incompatibilités qui peuvent exister entre les politiques monétaires, il faut souligner ceux qui peuvent naître des instruments utilisés par les différents pays de la CEE. La diversité dans ce domaine crée des difficultés et des frictions qui ont été mentionnées à l'occasion des travaux du groupe "Harmonisation des instruments de la politique monétaire" et qu'il est nécessaire de prendre en compte dans le cadre

de la coordination des politiques monétaires. Par exemple, si dans certains Etats membres la politique monétaire prend la forme de contrôles directs comme le plafonnement du crédit, alors que dans d'autres on agit sur les taux d'intérêt et à travers le mécanisme des prix pour régulariser les quantités, une telle différence est de nature à créer des tensions dans le SME et sur les marchés des changes. Il convient donc d'apporter une grande attention à ces problèmes et tout en tenant compte des différences de structures, de s'engager dans un processus d'harmonisation des instruments - indispensable pour un SME viable et durable - et d'examen de l'usage et de la compatibilité des instruments à la disposition des différents pays.

- En ce qui concerne les réflexions de M. Lamfalussy sur la politique monétaire américaine, M. Zijlstra exprime son doute sur le caractère restrictif de cette politique; il estime que l'existence d'un déficit en comptes courants et en compte capital et de taux réels à peine positifs (cet élément pouvant être à lui seul un critère de restrictivité) constitue une preuve que la politique monétaire des Etats-Unis n'est pas restrictive. Un tel jugement pourrait être communiqué aux autorités américaines et pourrait être discuté par les Gouverneurs et M. Lamfalussy.

- M. Zijlstra considère qu'il serait utile de discuter le concept de base monétaire traité dans l'Annexe 2 du Rapport No 14, ses implications, ses avantages et inconvénients.

En réponse à M. Zijlstra, M. Lamfalussy reconnaît que le taux d'intérêt réel est un bon indicateur de l'orientation de la politique monétaire, spécialement si l'on couvre une assez longue période. En revanche, les autres indicateurs mentionnés par M. Zijlstra sont moins sûrs et moins évidents. En effet, la politique monétaire américaine est devenue légèrement plus restrictive en novembre 1978 où en 2 mois de novembre à décembre les banques américaines ont exporté des capitaux pour environ 12 milliards de dollars, alors qu'un reflux considérable s'est produit à partir de janvier sans changement majeur de politique. Il semble donc que s'il existe un lien entre la balance des paiements et l'orientation de la politique monétaire, il n'est pas toujours aisé, clair et immédiat, et il ne se produit pas exclusivement à travers les flux bancaires.

M. de Strycker indique qu'il trouve le Rapport No 14 extrêmement intéressant et remercie M. Bastiaanse et son groupe pour le travail accompli. Il est frappé toutefois par le ton un peu pessimiste sur l'absence de convergence

des politiques monétaires dans la CEE et par les affirmations à plusieurs reprises que ces politiques risquent de ne pas contribuer à la stabilité des taux de change. La lecture du rapport ne permet pas de constater une telle absence de convergence et le seul cas flagrant, celui du Danemark, s'explique par les raisons impérieuses pour ce pays de maintenir des taux d'intérêt très élevés. Il semble au contraire que dans l'ensemble de la CEE les conceptions sont voisines sur les objectifs économiques à court et à moyen terme et sur le rôle des politiques monétaires pour les atteindre. Celles-ci ne peuvent évidemment pas être identiques en raison des décalages de situations économiques ou des différences dans la situation fondamentale de la balance des paiements qui existent entre les Etats membres. Si les dangers d'absence de convergence sont aussi réels que le rapport semble l'indiquer les Gouverneurs devraient alors réagir car il s'agit d'une tâche essentielle du Comité.

Le Président résume les observations faites à propos à la fois du Rapport No 14, de sa présentation par M. Bastiaanse et des réflexions de M. Lamfalussy. En ce qui concerne ces dernières, les Gouverneurs doivent effectivement être attentifs et préoccupés par l'évolution de la conjoncture américaine et il serait opportun que dans deux mois, à la réunion des Gouverneurs du Groupe des Dix du lundi après-midi de juillet, ce point soit mis à l'ordre du jour par M. Zijlstra et discuté avec les collègues américains.

S'agissant du Rapport No 14, le Président indique qu'il a été frappé, comme M. de Strycker, par le ton pessimiste sur la convergence très relative ou l'absence de convergence sinon l'aggravation des divergences entre les politiques monétaires des pays de la CEE. Il suggère qu'avec plus de temps pour lire attentivement le Rapport No 14 et avec une préparation par les Suppléants, les Gouverneurs débattent à nouveau de cet important problème en vue de trouver éventuellement des remèdes.

A cette absence de convergence des politiques monétaires, s'ajoute le problème de la cohérence et de la compatibilité des instruments de la politique monétaire que M. Zijlstra a rappelé et sur lequel les Gouverneurs devront aussi se pencher, aidés par une préparation que feraient les experts et les Suppléants.

Enfin, la base monétaire qui a déjà été discutée au niveau des experts et des Suppléants, pourrait faire l'objet d'un échange, entre les Gouverneurs, de quelques vues supplémentaires.

Le Président précise qu'il s'agit du cadre et du programme de réflexion qu'il suggère au Comité pour les deux prochaines séances de juin et de juillet

et qu'il propose en outre que, sauf événement exceptionnel, la prochaine réunion se tienne à Bâle le dimanche 10 juin 1979 à 15 heures (profitant de l'absence de la séance des Gouverneurs du Groupe des Dix) et qu'elle soit consacrée essentiellement, en plus de la discussion sur l'évolution des marchés des changes et des politiques d'intervention des banques centrales, au problème de la convergence des politiques monétaires dans la CEE et à la question des instruments utilisés pour ces politiques.

Le Comité marque son accord sur les propositions du Président.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Statut fiscal des actifs de réserve en dollars EU déposés aux Etats-Unis et cédés au FECOM

Après avoir invité MM. Larre et Klein à participer à la discussion en tant que représentants de l'Agent, le Président demande à M. Klein d'introduire le rapport complémentaire que l'Agent a distribué aux Gouverneurs et aux Suppléants avant la séance et de préciser l'état actuel de cette question fiscale.

M. Klein indique que la BRI a reçu pendant le week-end un avant-projet de requête auprès de l'Internal Revenue Service qui a été préparé par la "Federal" de New York. Ce long document qui sera examiné très soigneusement par l'Agent, se fonde essentiellement sur deux articles du code américain qui accordent une exemption fiscale aux gouvernements étrangers et aux banques centrales étrangères. Les trois approches ci-après semblent donc possibles:

1) Le FECOM serait assimilé à un gouvernement étranger du fait qu'il fait partie de la CEE qui a elle-même été assimilée à un gouvernement étranger en 1968. Dans ce cas, il faudrait une attestation d'un fonctionnaire autorisé de la CEE.

2) Le FECOM peut être assimilé à une banque centrale étrangère puisqu'il crée des Ecus, monnaie de réserve.

3) Les opérations de swap entre le FECOM et les banques centrales n'ont pas pour effet de transférer, au sens fiscal du terme, la propriété des actifs de réserve cédés car les banques centrales conservent les risques et les revenus correspondant à ces actifs.

Le Président considère que la troisième approche est correcte et exprime des doutes sur la première et aussi la deuxième qui n'est, à ce stade, qu'une

anticipation sur l'avenir. En effet, le Fonds monétaire européen ne sera l'amorce d'une banque centrale européenne qu'au moment où il recevra en pleine propriété et gèrera les actifs que les banques centrales lui céderont.

M. Pöhl se rallie au Président et estime qu'en déposant une requête dans laquelle le Fonds serait assimilé à une banque centrale on anticipe exagérément et on s'engage sans savoir ce que sera le Fonds dans le futur. Il écarte la première approche et marque sa nette préférence pour la troisième approche qui ne fait pas appel à une fiction et n'entraîne pas de novation en particulier aux yeux des autorités fiscales américaines. Il rappelle que pour les actifs déjà déposés au FECOM, l'exemption fiscale est acquise.

M. Klein confirme que les opérations intérimaires sont des opérations indiscutables quant au statut fiscal et ne nécessitent donc pas la demande d'une décision de principe ou "ruling" de l'IRS.

M. de Strycker estime que puisque la BRI a été assimilée en son temps à une banque centrale, il devrait pouvoir en être de même pour le FECOM.

Monsieur Richardson rappelle que l'exonération fiscale dont jouit la BRI a été conférée expressément à celle-ci au titre de l'article 895 de l'Internal Revenue Code. Il considère, en revanche, que le FECOM devrait entrer dans la définition d'organisation internationale prévue par l'article 892 de ce Code.

M. Klein précise que les différents "rulings" pris par l'IRS à cet égard montrent que les organisations internationales retenues sont celles où les Etats-Unis participent.

M. Boyer de la Giroday se rallie au Président et aux Gouverneurs qui estiment que certains arguments sont trop anticipatifs d'un avenir encore incertain; la troisième approche est probablement la plus sage au stade actuel et elle n'exclut pas d'autres voies pour l'avenir.

Le Président conclut en invitant l'Agent à se concerter avec la Federal of New York sur la troisième approche, les deux autres étant pour l'instant des anticipations hardies.

M. Larre observe que les deux premières approches doivent être écartées momentanément.

V. Date et lieu de la prochaine séance

Ainsi qu'il a déjà été convenu sous le point III de l'ordre du jour, la prochaine séance aura lieu à Bâle, le dimanche 10 juin 1979 à 15 heures.

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

AVRIL 1979

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En avril comme en mars, les marchés des changes ont été calmes. Le dollar EU a fait preuve de fermeté et aucune tension sérieuse n'est apparue dans le système monétaire européen.

Dans le mécanisme de change européen, le franc belge a encore occupé la position la plus faible et la couronne danoise la position la plus forte (abstraction faite de la lire italienne, pour laquelle des marges plus larges s'appliquent). L'écart entre ces deux monnaies s'est accru au cours des premiers jours d'avril pour s'établir à 2,25%, ce qui a nécessité des ventes de couronnes danoises contre francs belges au cours du mois. De plus, la Danmarks Nationalbank a effectué des achats de dollars pour des montants limités.

Après la rupture du lien avec la livre sterling intervenue fin mars, la Central Bank of Ireland a continué de régulariser le cours de change de la livre irlandaise, à l'intérieur de la marge SME, dans le cadre d'un arrangement transitoire en attendant que le marché des changes irlandais se développe. Le cours de la livre irlandaise a été maintenu proche de la limite supérieure de la bande, en deuxième place derrière la couronne danoise, afin d'atténuer les effets de la rapide appréciation de la livre sterling qui a suivi l'abandon de la relation fixe

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

avec cette monnaie. Venait ensuite le franc français qui a fait preuve d'une tendance ferme en avril passant dans la moitié supérieure de la bande du SME.

A la fin d'avril, le florin et le deutsche mark se tenaient aux alentours du milieu de la bande du SME.

La monnaie allemande a pu améliorer sensiblement sa position en avril, du fait en partie de ventes considérables de dollars contre deutsche marks par la Deutsche Bundesbank et la Federal Reserve Bank de New York. A la suite de l'annonce, le 20 avril, de la forte hausse (2,1%) des prix de gros en Allemagne au cours du mois de mars, le deutsche mark a connu un repli passager.

Enfin, la lire italienne est restée ferme, ce qui a permis à la Banca d'Italia de poursuivre ses achats de dollars. L'écart entre la lire et le franc belge s'est élevé à 3,8% fin avril, contre 2,4% fin mars.

L'évolution des taux de change décrite ci-dessus a influencé la valeur de l'Ecu exprimée dans les diverses monnaies. En avril, l'Ecu s'est déprécié à l'égard de la lire et apprécié par rapport aux autres monnaies. A la fin du mois d'avril, le franc belge avait pratiquement atteint son seuil de divergence, alors que la divergence de la couronne danoise s'était réduite pour ne plus représenter que la moitié de l'écart autorisé. Cette évolution est imputable au fait qu'à ce moment-là, le franc belge était la seule monnaie à se trouver dans la moitié inférieure de la bande, tandis que toutes les autres monnaies se situaient dans la partie supérieure, le franc français et le deutsche mark en particulier accentuant leur écart par rapport au franc belge.

En avril, le cours du dollar EU s'est raffermi au total par rapport à l'ensemble des autres monnaies à l'exception du dollar canadien. La hausse la plus forte a été enregistrée à l'encontre du yen japonais (4,7%), alors qu'elle était de 1,8% environ par rapport au franc suisse et au deutsche mark. Une revalorisation relativement modeste a été enregistrée par rapport à la livre sterling (0,5%) et à la lire italienne (0,9%). L'appréciation par rapport à l'Ecu a été de 1,6%.

La hausse du cours de change du dollar EU est intervenue en dépit de cessions importantes de dollars par les banques centrales du Japon, de Suisse et de la République fédérale d'Allemagne, et des achats d'autres monnaies, en particulier du deutsche mark, par la Federal Reserve Bank de New York.

L'opinion favorable du marché à l'égard du dollar a entraîné une liquidation de positions spéculatives et un renversement en faveur de la monnaie

américaine des opérations de termaillage. Une des causes principales de cette évolution a été le différentiel d'intérêt favorable par rapport aux autres principaux pays.

La persistance de l'inflation élevée aux Etats-Unis a eu moins d'impact sur le cours du dollar à un moment où les perspectives d'évolution des cours de change des monnaies fortes ont été influencées défavorablement par la récente accélération de l'inflation dans les pays concernés et par les préoccupations au sujet de la hausse des prix du pétrole. A la fin avril, le cours du dollar s'est ressenti favorablement de la hausse du taux d'intérêt sur les fonds fédéraux à New York et de la publication des chiffres montrant une sensible réduction du déficit commercial des Etats-Unis en mars.

Le cours de change du dollar canadien a poursuivi son mouvement de hausse amorcé en mars, ce qui a permis à la Banque du Canada d'acheter des montants importants de dollars. Au total, le dollar canadien a progressé de 1,6% contre le dollar EU. Ce raffermissement a été notamment dû à un renversement des opérations de termaillage et à d'importants achats de titres canadiens par des organismes étrangers.

Par suite de l'appréciation de la livre sterling, les autorités britanniques ont été amenées à abaisser le taux minimum d'avances le 5 avril de 13 à 12%. En même temps, il a été décidé de limiter les interventions sur le marché des changes à des opérations de régularisation, étant donné que les objectifs monétaires internes risquaient d'être compromis par la poursuite d'importants achats de dollars. Depuis lors, les interventions de la Bank of England ont été limitées. Cependant, vers la fin du mois, on a assisté à des cessions de dollars, par suite de la baisse temporaire du cours du sterling provoquée par la publication des derniers sondages qui faisaient planer quelque doute sur le résultat attendu des prochaines élections. L'indice du taux effectif du sterling est passé de 66,2 fin mars à un niveau record de 68,0 le 9 avril; à fin avril, il se tenait à 67,1. A cette date, l'écart de change entre les livres britannique et irlandaise était d'environ 3% en faveur du sterling.

Etant donné la dépendance du Japon en matière d'importations d'énergie, les hausses des prix pétroliers ont exercé une forte influence négative sur la valeur du yen. Tout comme au mois de mars, la Banque du Japon a cédé des montants substantiels de dollars. En outre, le taux d'escompte officiel

a été porté le 17 avril de 3,5 à 4,25%, ce qui représente le premier relèvement depuis 1973. La baisse du cours du yen s'est toutefois poursuivie au cours de la seconde moitié d'avril.

L'évolution du cours de change du franc suisse a permis aux autorités helvétiques de continuer à céder d'importantes quantités de dollars, ce qui a contribué à une nouvelle réduction de la liquidité interne. Le cours de change par rapport au deutsche mark est demeuré pratiquement au même niveau, soit FS 90,60 pour DM 100.

La couronne norvégienne et la couronne suédoise ont perdu vis-à-vis du dollar respectivement 1,4% et 0,7%. La Norges Bank a procédé à des achats de dollars pour de faibles montants, tandis que la Sveriges Riksbank a vendus des dollars. En termes de cours de change effectif, la couronne norvégienne est restée virtuellement stable et la couronne suédoise a progressé légèrement.

II. INTERVENTIONS AU MOYEN DE DOLLARS

Pour le deuxième mois de suite, les banques centrales participant à la concertation ont été dans l'ensemble, vendeuses nettes de dollars pour un montant important. Le total des cessions, en incluant la contrepartie des achats de monnaies étrangères effectués par la Federal Reserve Bank de New York, s'élève à \$8 milliards en avril, contre \$5,5 milliards en mars.

Les ventes brutes, dont le total a atteint \$11,9 milliards, ont été effectuées, pour la plus grande part, contre deutsche marks, le yen et le franc suisse. La majeure partie des transactions contre deutsche marks ont eu lieu à New York. Les cessions à Francfort - bien que d'un volume un peu plus faible - ont également été importantes. La Sveriges Riksbank et la Central Bank of Ireland ont également fait état de ventes de dollars d'une ampleur bien plus réduite.

Les achats de dollars, qui ont atteint au total \$3,9 milliards, ont été effectués, de loin pour la plus grande partie, par la Banque du Canada et, dans une moindre mesure, par la Banca d'Italia. Les autres acquéreurs de dollars ont été la Danmarks Nationalbank et la Norges Bank. La Bank of England est intervenue dans les deux sens, mais a été en fin de compte acheteuse nette de dollars.

La Bundesbank et la Banque Nationale Suisse ont limité l'effet restrictif des interventions sur leur marché monétaire national en concluant

des opérations de swap en dollars avec les banques commerciales de leur système. Ces deux banques centrales ont également procédé, pour des montants limités, à des ventes fermes de dollars sur le marché à terme, pour éviter une répercussion directe sur leur marché monétaire.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions dans le système monétaire européen ont été dues principalement au fait que la couronne danoise a atteint sa limite supérieure contre le franc belge. Ces interventions se sont élevées à quelque 160 millions d'Ecus et ont été réglées immédiatement contre Ecus. De plus, pendant la première quinzaine d'avril, la Banque de France et la Danmarks Nationalbank ont acheté des montants limités de deutsche marks.

Durant le mois d'avril, la Central Bank of Ireland a procédé à des ventes nettes de livres sterling pour un montant de £34 millions.

Grâce aux acquisitions de marks par la Federal Reserve Bank sur le marché de New York, et aux achats supplémentaires à un correspondant étranger, les autorités des Etats-Unis ont été en mesure de rembourser intégralement les tirages en cours au titre des arrangements de swap conclus avec la Bundesbank qui avaient été utilisés en permanence depuis octobre 1977.

A côté de ces interventions de grande envergure en deutsche marks, la Federal Reserve Bank a également procédé à l'achat d'un montant limité de francs suisses sur le marché.

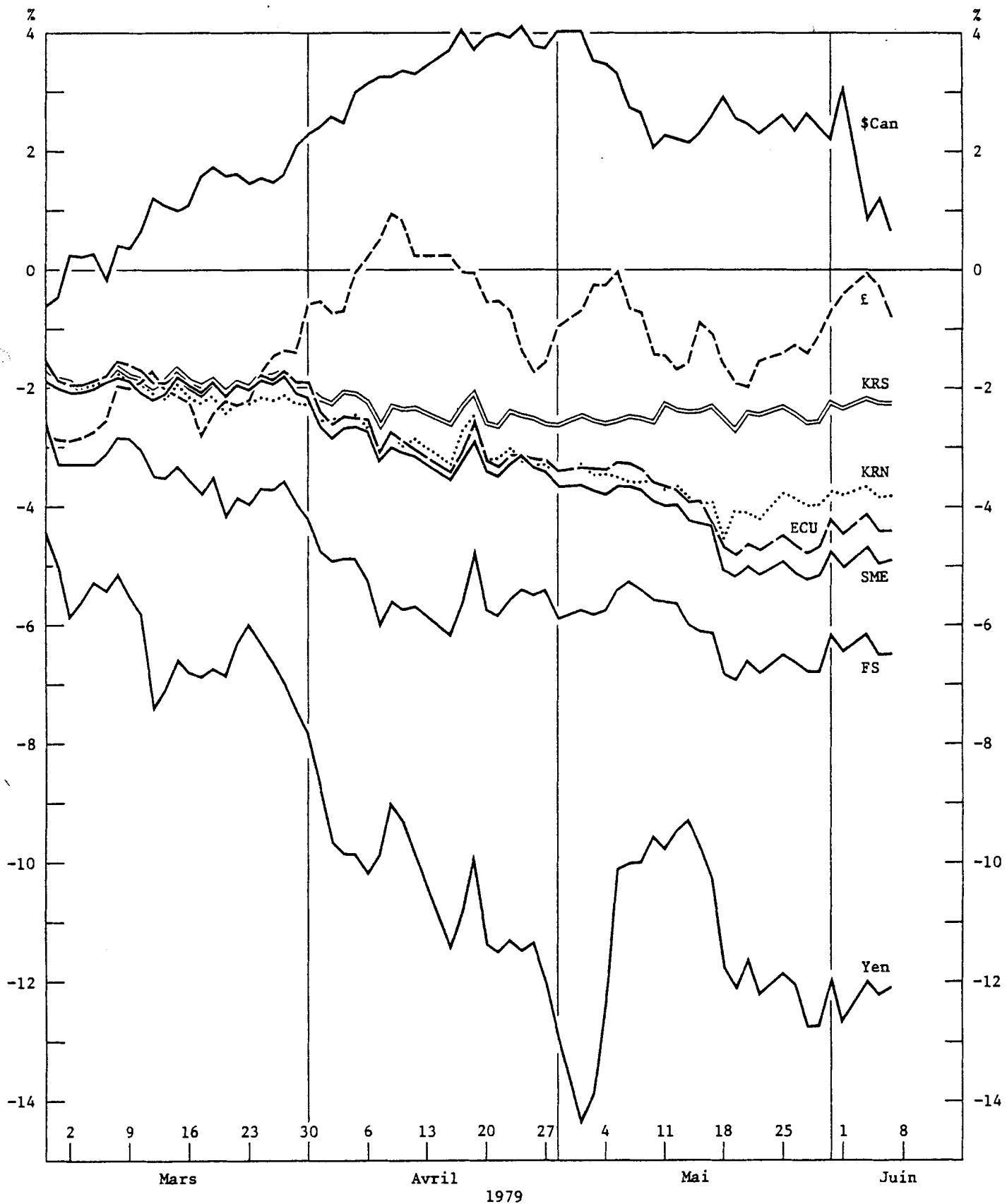
* * *

Pendant les premiers jours de mai, le dollar a suivi une évolution irrégulière, mais au total ses fluctuations ont été de faible ampleur. Par rapport au yen toutefois, il continué de progresser sensiblement. Dans un premier temps, il s'est adjugé un gain d'environ 2,5% à Tokio (atteignant yens 224,55 par dollar EU le 2 mai). Les jours suivants, il a cédé du terrain, à la suite de la remarque de M. le Premier Ministre Ohira selon lequel le gouvernement japonais désirerait voir le yen se stabiliser à un cours voisin de 200 yens par dollar. Au total, la monnaie américaine a gagné 1,7% par rapport au yen. La Banque du Japon a continué de vendre d'importantes quantités de dollars.

La Banque Nationale Suisse a elle aussi été un important vendeur de dollars. La Banque du Canada a procédé à des cessions, lorsque le dollar EU s'est apprécié à l'égard de la monnaie canadienne. La Banca d'Italia et la Norges Bank ont acheté des dollars en quantités limitées.

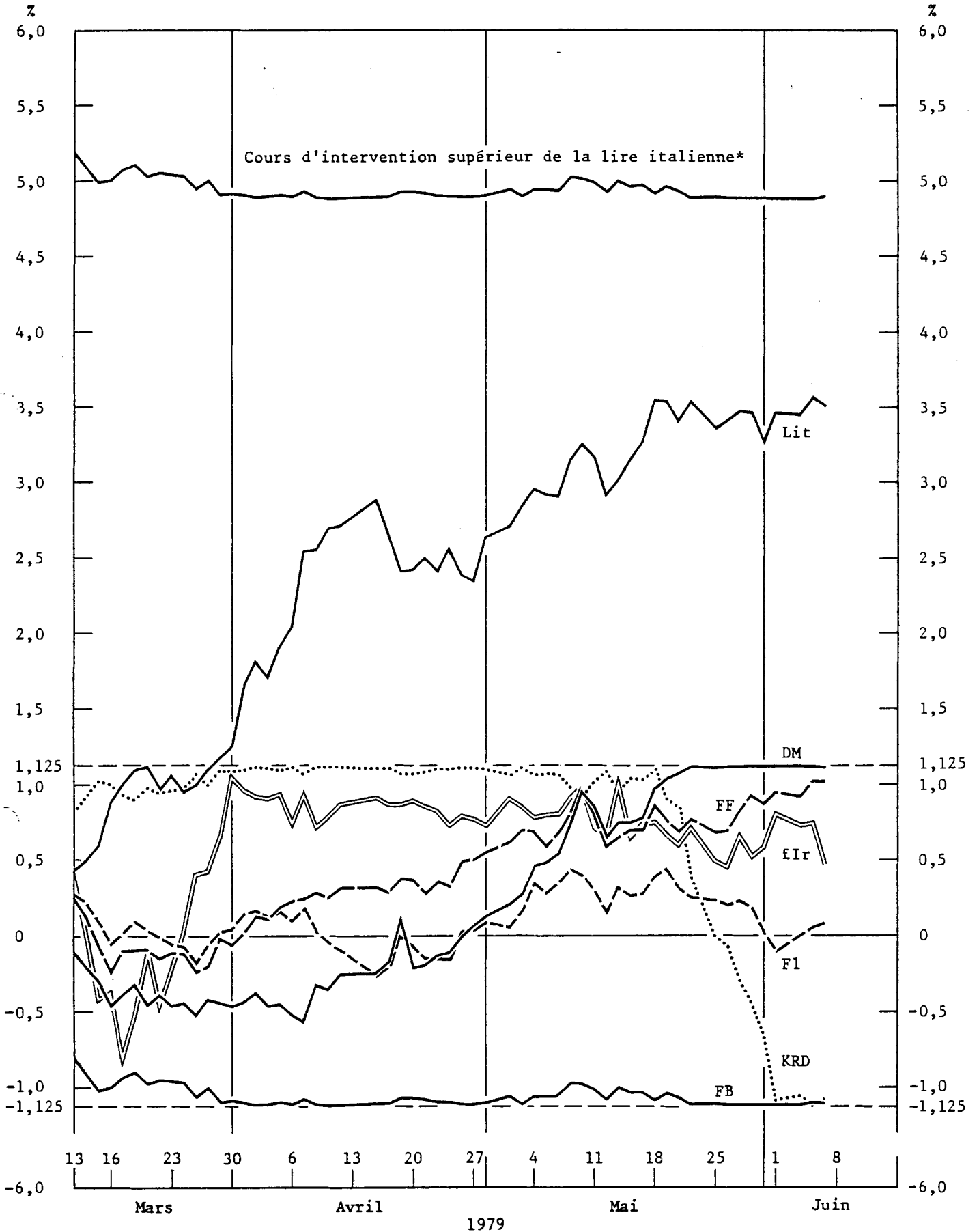
A l'intérieur du SME, le franc belge s'est maintenu à la limite inférieure de la bande, même après le relèvement de 6 à 7% du taux d'escompte officiel, avec effet au 3 mai. Quelques ventes de couronnes danoises contre francs belges ont encore été nécessaires au cours limite, tandis que la Danmarks Nationalbank a acheté des dollars pour un faible montant. Le franc belge a franchi son seuil de divergence à la suite d'une appréciation supplémentaire enregistrée à son égard par le deutsche mark, le franc français et le florin. Le 4 mai, la Banque Nationale de Belgique a commencé à diversifier ses interventions en vendant des francs français sur le marché, cette dernière monnaie s'étant rapprochée de la limite supérieure de la bande.

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*



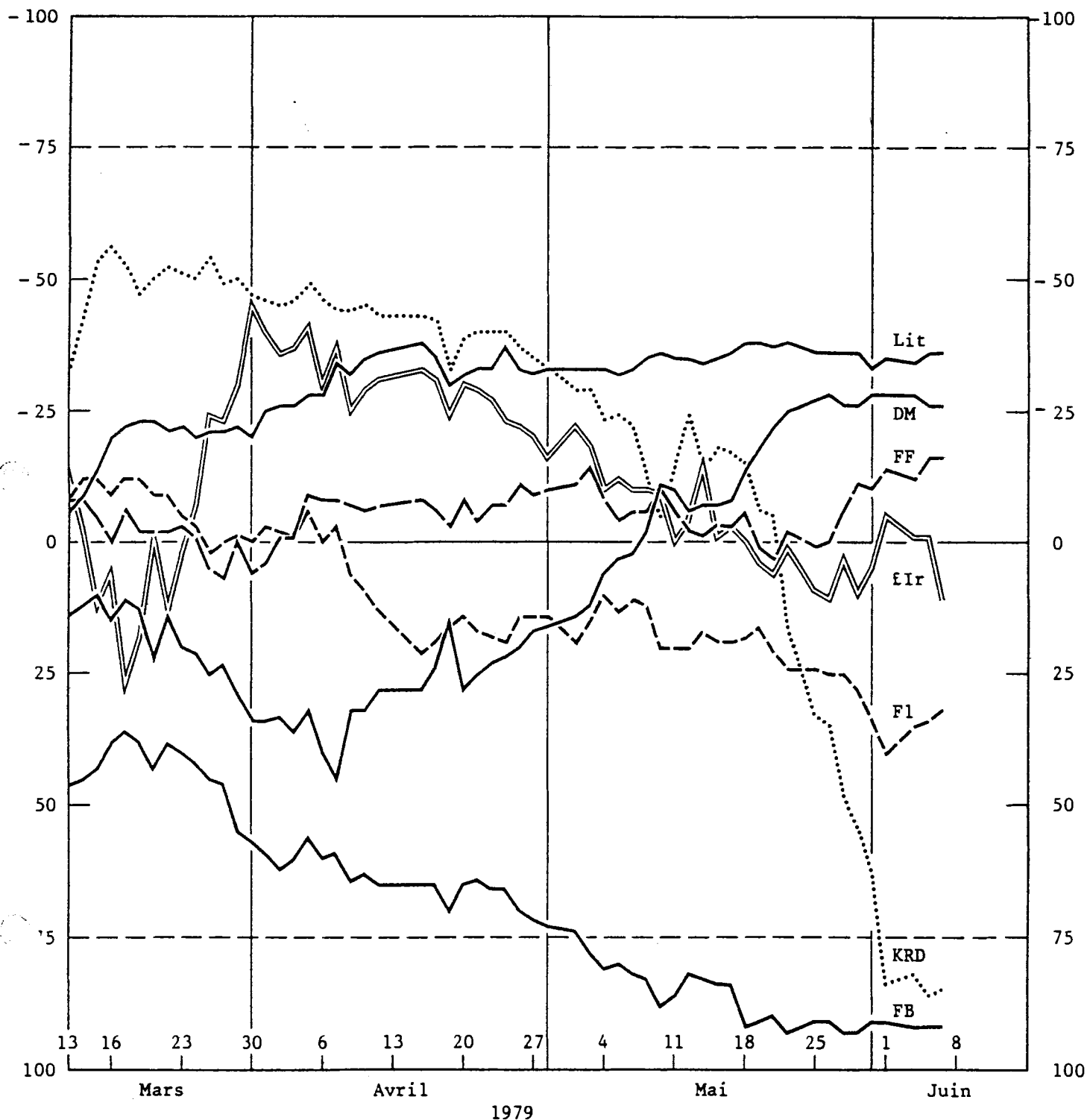
*ECU 1,37773; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806;
 £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30.

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



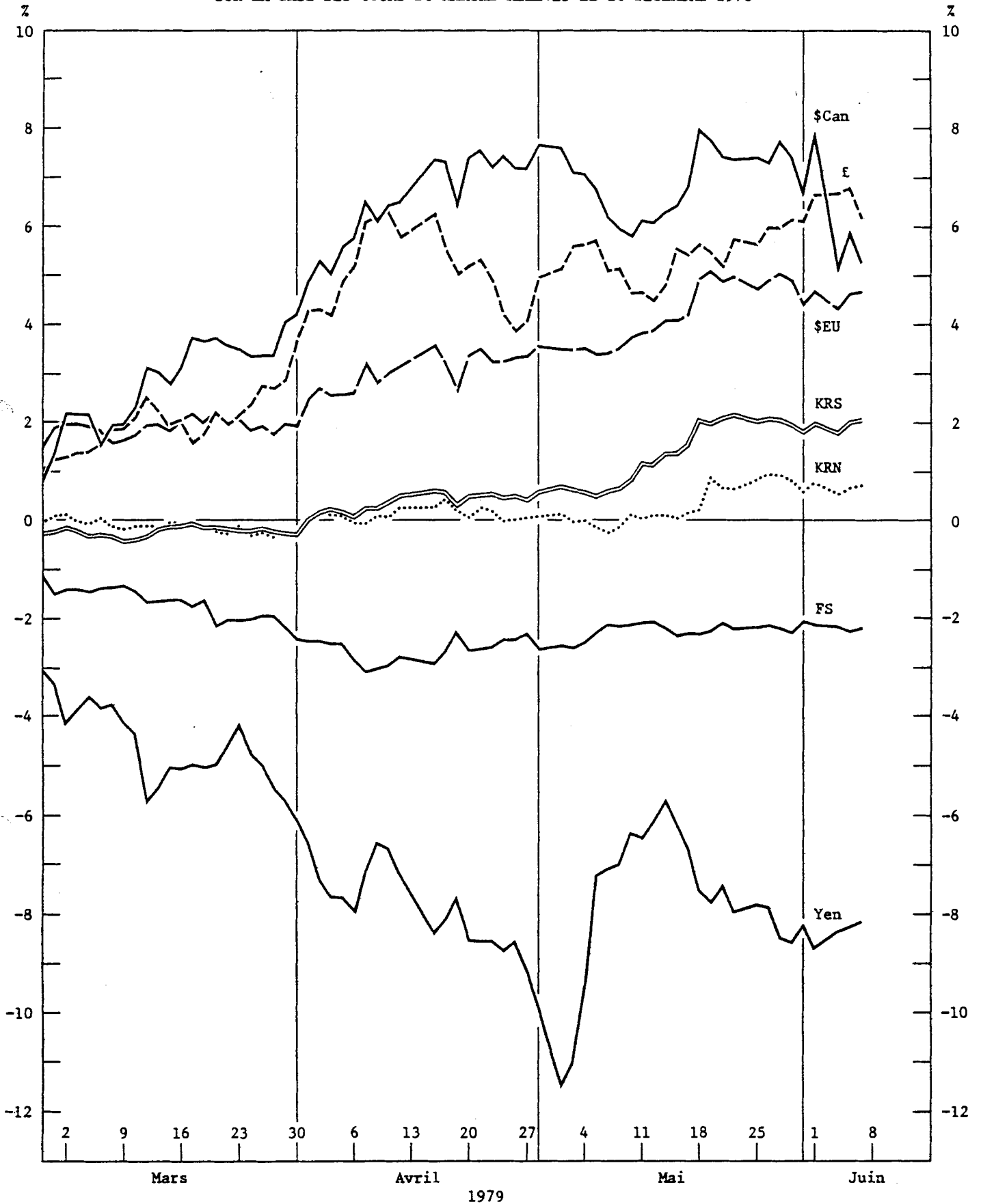
* Le cours d'intervention supérieur de la lire italienne représente l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



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

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



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