

PROCES-VERBAL**
DE LA CENT-HUITIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 8 FEVRIER 1977 A 10 HEURES

Sont présents*: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Gleske 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. Breen; le Directeur Général de la Banca d'Italia, M. Ercolani, accompagné par M. Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász, van Hellenberg Hubar et Boot; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par M. Mosca; le Commissaire au Commissariat 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. d'Aroma et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Freeland sont aussi présents, ainsi que M. Lamfalussy.

I. Approbation du procès-verbal de la 107e séance

Le procès-verbal de la 107e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet.

* Le Gouverneur de la Norges Bank, M. Getz Wold, accompagné par M. Hansen, et le Gouverneur de la Sveriges Riksbank, M. Nordlander, accompagné par M. Lundström, ont participé à la discussion du point II de l'ordre du jour.
** Texte définitif, approuvé lors de la séance du 8 mars 1977, et ne présentant par rapport au projet que quelques légères modifications de forme.

II. Evolution des marchés des changes des pays participants à la concertation au cours du mois de janvier 1977 et des premiers jours de février: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du Rapport du Comité au Conseil des Ministres des Finances des pays de la CEE

A. Rapport succinct sur la concertation

Après avoir résumé les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal, M. Heyvaert fait les commentaires supplémentaires ci-après.

- Les réserves officielles britanniques ont augmenté sensiblement, un peu plus de trois milliards de dollars, par suite du tirage, à hauteur d'environ un milliard de dollars, sur le crédit accordé par le FMI et des achats de 2,2 milliards de dollars dans le marché.

- En vue de régulariser leurs marchés monétaires, plusieurs banques centrales ont effectuées des opérations de swap (ventes de dollars au comptant et rachats à terme); celles de la Banque Nationale Suisse, avec près de trois milliards de dollars ont été les plus importantes.

- Les cessions de dollars relatives à la conversion, auprès de la Banque Nationale Suisse, d'emprunts étrangers à long terme en francs suisses ont atteint près de 150 millions de dollars et ont compensé ainsi partiellement les achats de 200 millions de dollars que cette banque centrale a effectués sur le marché.

- Enfin, les interventions à l'achat en dollars faites par la Banque de France ont porté pratiquement sur le même montant, environ 275 millions de dollars, que le produit des emprunts d'organismes publics qui a été cédé sur le marché des changes.

B. Discussion du Comité

Le Président ouvre la discussion en souhaitant la bienvenue à M. Ortolí et se fait l'interprète du Comité pour lui dire combien les Gouverneurs se réjouissent de pouvoir le voir dorénavant parmi eux. Il salue également les Gouverneurs des banques centrales de Norvège et de Suède.

M. Ortolí remercie le Président de l'aimable accueil que le Comité lui réserve et indique qu'il compte assister aux réunions du Comité le plus souvent possible.

M. Nordlander précise que la faiblesse actuelle de la couronne suédoise est imputable au déficit important de la balance des paiements courants de la Suède. En outre, les déclarations récentes de certains économistes éminents sur l'avenir de l'économie suédoise ont donné lieu à quelques agitations. Depuis peu, le calme est cependant revenu et grâce à la mise en oeuvre d'un emprunt extérieur important en faveur de la Suède, cette situation devrait se poursuivre dans les mois à venir.

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

M. McMahon indique que, lors de leur réunion de lundi, les Suppléants ont discuté certaines questions de détail relatives à la présentation des faits dans les rapports destinés aux Ministres. Ils n'ont aucune remarque à l'égard du projet qui a été remis aux Gouverneurs.

Le Comité adopte le rapport dans le présent texte, qui sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. Examen du Rapport No 9 du groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse sur la situation monétaire des pays de la CEE: évolution récente et perspectives pour 1977

A. Exposé de M. Bastiaanse

M. Bastiaanse indique qu'il y a un an le Comité a discuté pour la première fois des prévisions ou objectifs en matière de croissance des agrégats monétaires et de crédit. L'expérience faite au fil de ces douze mois montre que dans l'ensemble la tentative a été couronnée de succès. Il remercie les banques centrales d'avoir contribué au travail du groupe en mettant à sa disposition les données nécessaires.

L'exercice de prévision a pour but principal de déceler les dangers potentiels que comporte l'évolution des grandeurs monétaires pour les tendances futures des taux de change. Dans cette perspective, il conviendrait d'examiner la question du choix de l'agrégat le plus approprié: Faut-il se fonder sur l'agrégat masse monétaire ou sur l'agrégat crédit?

Cette question a fait l'objet d'opinions différentes au sein du groupe d'experts (cf. page 2 de la note de couverture relative au Rapport No 9); elle recouvre en fait la question plus fondamentale d'une meilleure redistribution de la charge de l'ajustement entre pays excédentaires et pays déficitaires sans mettre en péril la lutte contre l'inflation dans aucune de ces deux catégories de pays.

Le Président fait remarquer que la situation déficitaire de la balance des paiements explique dans une très large mesure le choix de la notion de crédit à l'économie interne qui a été fait par les autorités britanniques en collaboration avec le FMI. Ce choix ne signifie pas que la masse monétaire a perdu toute signification aux yeux des autorités britanniques car il est très probable que dans le cas d'un meilleur équilibre de la balance des paiements, la préférence sera donnée à l'agrégat masse monétaire.

B. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy présente son exposé autour de deux thèmes: amélioration de la convergence entre les Etats membres, faiblesse conjoncturelle et des investissements.

1. Depuis quelques mois et sous réserve de quelques exceptions, la convergence en matière d'évolution interne et externe entre les pays membres semble l'emporter sur la divergence et le clivage qui s'étaient développés durant les dernières années.

Dans le contexte d'un ralentissement assez général de l'inflation, les écarts absolus entre les pays membres en matière de hausse des prix se sont rétrécis dans la plupart des cas; une évolution plus favorable se dessine également dans le domaine de la progression des salaires où on constate très souvent une diminution des écarts relatifs.

Sur le plan de l'économie externe, le clivage en matière de taux de change effectifs a, depuis quelques mois, tendance à se resserrer grâce notamment au redressement de la livre sterling et de la lire italienne; les balances commerciales n'ont pas encore enregistré d'amélioration comparable, sauf peut-être en décembre dernier.

Cette amélioration générale de la convergence entre les Etats membres tient principalement au fait que plusieurs pays, notamment parmi ceux qui sont déficitaires, ont mené une politique monétaire plus restrictive.

2. L'évolution conjoncturelle continue, en revanche, de donner lieu à une certaine inquiétude. En effet, la reprise de l'activité économique s'est ralentie sensiblement; dans certains cas, on constate même un essoufflement de l'essor conjoncturel. Quelque soit le jugement qu'on porte sur l'ampleur de la décélération ou sur le caractère durable de la pause de la croissance, deux faits paraissent incontestés:

- le chômage continue d'augmenter ou plafonne à un niveau élevé et socialement intolérable dans plusieurs Etats membres;
- la reprise habituelle des investissements en capital fixe des entreprises ne s'est pas produite.

Ce dernier phénomène comporte les plus grands dangers pour le niveau de l'emploi, à la fois à court et à plus long terme; il s'explique de manière assez différente aux Etats-Unis et en Europe: dans le premier pays, le rétablissement de la rentabilité et de la position financière justifierait en fait la reprise des investissements, mais à l'heure actuelle, une certaine prudence découlant du passé semble encore l'emporter. En Europe, en revanche, les conditions sont moins favorables. Les incertitudes sur l'évolution des taux de change, à l'intérieur de l'Europe, et la crainte que des dépréciations trop fortes conduisent à des politiques restrictives constituent un frein assez important pour la reprise des investissements. En outre, l'augmentation des bénéfices et l'amélioration de la position financière des entreprises semblent s'être arrêtées ou se développer très lentement; dans d'autres pays, comme au Royaume-Uni, le niveau des bénéfices reste encore insuffisant en dépit du redressement observé au cours des derniers mois.

La "policy mix" actuelle qui comprend une politique monétaire modérée ou modératrice combinée avec une politique budgétaire nettement expansionniste et, dans certains pays, avec une augmentation inquiétante de salaires, n'apparaît pas susceptible de remédier à la faiblesse des investissements. Ce constat ne constitue pas un plaidoyer en faveur d'une politique monétaire expansionniste mais plutôt une mise en garde à l'égard de l'illusion monétaire qui s'est répandue en Europe.

Une politique monétaire restrictive ou modératrice est certes indispensable pour atténuer les déséquilibres externes car une création monétaire excessive comme actuellement aux Pays-Bas finit par créer des déséquilibres. Elle ne peut cependant pas régler tous les problèmes et si elle est

appliquée sans complément approprié en matière de salaires et de politique budgétaire, elle risque de compromettre la reprise des investissements.

C. Discussion du Comité

M. Ortoli reconnaît qu'il serait absurde de croire pouvoir atteindre tous les équilibres économiques par la mise en oeuvre d'une seule politique, à savoir, la politique monétaire. Toutefois, l'importance particulière que l'on a attachée pendant les quatre dernières années aux politiques monétaires tient moins à la doctrine monétariste qu'au fait que ce sont souvent les seules politiques applicables.

A cet égard, on peut se féliciter qu'en dépit d'une situation économique encore très variable selon les pays, les objectifs et la mise en oeuvre des politiques monétaires marquent une nette tendance vers une meilleure convergence. Par ailleurs, les actions entreprises par nombre de pays en matière de politique des revenus font sentir leurs premiers effets et il est encourageant de voir qu'on reconnaît également la nécessité d'action dans le domaine des budgets publics, même s'il est clair que la politique budgétaire est principalement un instrument stabilisateur à moyen terme.

La Commission constate en outre, avec satisfaction, que la fixation d'objectifs quantitatifs est adoptée par un nombre croissant de pays, ce qui devrait faciliter aussi la coordination des politiques monétaires au sein de la Communauté. On devrait tendre vers la fixation en commun d'objectifs quantitatifs cohérents entre eux. Ce système apparemment rigide n'excluerait pas la souplesse dans l'application en ce sens que les objectifs pourraient être exprimés dans les grandeurs les plus appropriées aux circonstances économiques et aux structures financières de chaque pays et seraient revus et adaptés en cas de besoin.

M. Ortoli partage les préoccupations quant à la situation conjoncturelle; il pense cependant que la reprise des investissements dépend moins de l'augmentation des profits que du retour à la confiance dans la réussite des politiques anti-inflationnistes qui devrait se traduire notamment par:

- une stabilité convenable des relations de change,
- une reprise du commerce mondial.

En raison des délais assez longs qui seront certainement nécessaires pour rétablir les équilibres externes, il conviendrait de s'attacher à l'étude des problèmes relatifs à la mise en place des mécanismes destinés à assurer le financement intérimaire des déficits des balances des paiements.

M. Emminger se félicite du rapport des experts et de l'exposé de M. Lamfalussy qui sont stimulants pour la discussion des Gouverneurs. Au sujet de la situation conjoncturelle actuelle esquissée par M. Lamfalussy, il est à noter que les chiffres les plus récents font ressortir une nouvelle accélération du rythme d'activité économique en Allemagne. Sur une base annuelle, le taux d'accroissement réel de l'économie s'est élevé, au dernier trimestre de 1976, à 6% soit le double de celui enregistré aux Etats-Unis et les nouvelles commandes ont augmenté en décembre de 4,5% sur une base désaisonnalisée par rapport au mois précédent. Cette reprise provient essentiellement de la demande interne et notamment de celle des biens d'équipement; elle permet de penser que la prévision établie par le gouvernement allemand pour la croissance économique réelle en 1977 (+ 5%) pourrait se réaliser. L'augmentation réelle de 7 à 8% prévue pour les investissements en capital fixe n'est peut-être pas brillante, mais on ne peut pas parler de stagnation même si la reprise sera assez variable selon les secteurs.

M. Emminger ne pense pas que l'instabilité des relations de change constitue une des causes principales de la faiblesse de la propension à investir; ce sont les importants déficits des balances des paiements de plusieurs pays européens qui obligent les autorités des pays concernés à imposer des politiques restrictives de redressement. Il s'agit là d'une phase transitoire par laquelle il faudrait passer, quelque soit le régime de change.

La deuxième explication mentionnée par M. Lamfalussy est plus valable. En effet, les bénéfiques ne se sont pas redressés dans une mesure suffisante et on ne peut s'attendre à retrouver le niveau enregistré en 1970, car dès qu'on rattrape partiellement le terrain perdu, la hausse salariale tend à s'accélérer. Ainsi, l'augmentation de 8 $\frac{1}{2}$ % des salaires dans la métallurgie allemande qui vient d'être négocié pour 1977 est trop élevée; elle risque de compromettre les efforts de la politique de stabilité et d'amener les entrepreneurs à compter sur une continuation de l'inflation par les coûts.

La Deutsche Bundesbank se fixe des objectifs quantitatifs, toutefois ses responsables ne sont pas des monétaristes dogmatiques. Ils sont conscients que la politique monétaire doit être accompagnée de politiques appropriées dans les domaines des budgets publics et des revenus mais, l'annonce d'objectifs monétaires exerce une influence, notamment pour maintenir la hausse des salaires dans des limites raisonnables.

La réponse à la question du choix évoqué dans le rapport des experts entre l'agrégat masse monétaire et l'agrégat crédit dépend largement, selon M. Emminger, de la situation des balances des paiements. Les experts du FMI attribuent au crédit à l'économie interne une importance prédominante lorsque l'objectif principal est de réduire ou d'éliminer le déficit en compte courant. Pour les pays excédentaires, comme l'Allemagne, il est plus utile de retenir l'agrégat masse monétaire.

Enfin, M. Emminger fait remarquer que la mention d'hypothèses quant à l'évolution des taux de change effectifs de la livre sterling et de la lire italienne (cf. page 13 du rapport des experts) est assez délicate et montre les difficultés qui apparaîtraient si on devait instaurer des zones-cibles qui seraient inévitablement connues du public tôt ou tard.

M. de Strycker exprime sa reconnaissance à MM. Bastiaanse et Lamfalussy pour leurs contributions précieuses et indique qu'en raison de la compétence des banques centrales il convient de se pencher particulièrement sur les politiques monétaires et les politiques de change.

Les rapports soumis par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse font ressortir le fait que l'illusion monétaire est en train de disparaître. En effet, s'il y a un an, la tendance était à la fixation, pour tous les Etats membres, d'objectifs intermédiaires quantitatifs, l'expérience faite au cours des douze derniers mois montre que les autorités monétaires ne se sont pas laissées aveugler par les thèses radicales du monétarisme et enfermer dans des objectifs rigides. Dans quelques cas, l'évolution effective des agrégats monétaires s'est écartée considérablement des objectifs sans qu'il en résulte des situations catastrophiques ou même une augmentation des disparités entre les pays membres. Comme M. Lamfalussy l'a mentionné, on constate plutôt dans l'ensemble une certaine convergence. Sur le plan monétaire, la convergence ne se manifeste pas dans les objectifs intermédiaires, mais dans l'usage qu'on fait de la politique monétaire.

L'expérience faite au cours de l'année écoulée permettra d'observer les mois à venir avec une meilleure compréhension des aspects multiples de la politique monétaire et du rôle utile, mais très relatif des objectifs intermédiaires chiffrés. Il faudrait notamment être plus réaliste que les professeurs monétaristes qui considèrent la fixation d'objectifs mathématiques comme une condition indispensable d'une meilleure convergence des politiques monétaires.

Une meilleure convergence semble se dessiner également dans l'orientation des politiques de change. En effet, on reconnaît maintenant que la modification des taux de change n'est pas un moyen d'ajustement très valable et aisé. Nombre de pays se sont plutôt rendus compte que la dépréciation de leur monnaie entretient le cercle vicieux dépréciation-inflation. L'attitude passive à l'égard de l'évolution de la valeur externe de la monnaie fait place à une attention et un souci plus marqués en matière de politique de change. La plus grande stabilité des relations de change qui devrait en résulter, pourrait apporter une contribution notable au rétablissement de la confiance nécessaire pour la reprise des investissements.

La nécessité de stabiliser la valeur externe des monnaies peut amener les autorités monétaires à entreprendre des actions qui peuvent entrer en conflit avec la réalisation d'un objectif chiffré qui a pu être fixé dans des circonstances différentes.

M. Ercolani précise au sujet de la remarque faite par M. Emminger, que les autorités italiennes envisagent de redresser la balance des paiements sans manipulation délibérée du taux de change de la lire italienne. De toute façon, l'extension de l'indexation dans l'économie italienne poserait des limites assez étroites à toute politique de taux de change.

M. Clappier exprime également sa satisfaction à propos du rapport des experts, de l'exposé de M. Lamfalussy et des interventions intéressantes faites par plusieurs membres. Compte tenu de l'importance et de l'intérêt de ces discussions, il souhaite que le Comité retienne la proposition qu'il a déjà faite, et qui a déjà été appliquée dans le passé, de tenir une séance l'après-midi lorsque le Comité examine les questions fondamentales ayant trait aux politiques monétaires.

En outre, les Gouverneurs devraient s'interroger sur les possibilités de consolider la tendance à une meilleure convergence dans la situation des pays membres de la CEE. A cette fin, M. Ortoli propose la fixation d'objectifs quantitatifs, mais certains Gouverneurs ont marqué leur hostilité à l'égard d'une telle approche. Quelle peut être l'alternative? Cette question devrait être reprise dans trois mois à l'occasion de l'examen du nouveau rapport du groupe d'experts.

M. Zijlstra s'associe aux félicitations qui ont été adressées aux experts du "groupe Bástiaanse" et à M. Lamfalussy. Il appuie la proposition faite par M. Clappier de tenir périodiquement une séance l'après-midi.

L'essor conjoncturel est faible à l'heure actuelle mais les indications données par M. Emminger confirment que l'Allemagne s'attend à une reprise plus vigoureuse qui pourrait avoir un effet contagieux bénéfique sur les autres pays. Il est clair que la stabilité des taux de change, la rentabilité des entreprises et la stabilité politique dans le monde sont des facteurs essentiels pour les investisseurs et pour la reprise des investissements qui est le problème clé de la croissance de l'Occident.

Si la politique monétaire ne peut pas tout régler, on doit reconnaître que les monétaristes ont joué un rôle utile en rappelant l'importance des réalités monétaires et les effets néfastes qu'une négligence dans ce domaine peut avoir sur l'équilibre externe et interne. Les responsables de la Nederlandsche Bank partagent cet avis et dans ce sens, il se considèrent comme des monétaristes modérés.

Les objectifs monétaires néerlandais ne portent pas sur l'accroissement de la masse monétaire seule, mais plutôt sur le niveau du coefficient de liquidité (liquidité de l'économie par rapport au produit national brut). Ce coefficient s'est élevé, fin 1976, à près de 39% alors qu'un chiffre de 36% semble être suffisant pour le fonctionnement de l'économie. Les autorités monétaires néerlandaises ont dû tolérer cet excédent de liquidités en 1976 en raison notamment du niveau élevé de chômage; toutefois, elles se proposent de réduire de 3 à 4% le coefficient de liquidité au cours des trois ou quatre années à venir.

Aucune décision n'a encore été prise sur les moyens à mettre en oeuvre mais une réduction de 1% du coefficient de liquidité se traduirait par un accroissement de $8\frac{1}{2}\%$ de la masse monétaire en 1977. Il est à noter qu'aux Pays-Bas, les objectifs monétaires comme ceux de la politique budgétaire et de la politique des revenus sont plutôt fixés à moyen terme.

M. de Strycker suggère que, dans leur prochain rapport, les experts consacrent plus d'attention à l'évolution des taux d'intérêt à court et à long terme. Il faudrait examiner notamment dans quelle mesure les politiques des Etats membres dans ce domaine ont tendance à diverger, à converger ou à s'entraider.

Le Président constate que le voeu exprimé par M. de Strycker est partagé par le Comité. Il pense que le rapport des experts et l'exposé de M. Lamfalussy ont été à la base d'un débat très intéressant. Il signale en outre que comme il avait été fait pour les rapports Nos 7 et 8, le rapport No 9 sera transmis au Comité monétaire, dans une version expurgée, c'est-à-dire que les banques centrales sont invitées à communiquer au Président du groupe d'experts et au secrétariat les amendements qu'elles souhaiteraient apporter au texte actuel du rapport, en vue de sa transmission au Comité monétaire.

IV. Analyse de la 96e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison de l'ordre du jour assez chargé, le Comité ne procède pas à cette analyse.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Répartition des frais du secrétariat du Comité de l'année 1976

Le Comité entérine l'estimation des frais encourus par la Banque des Règlements Internationaux au titre du secrétariat du Comité. Conformément à l'article 7, alinéa 5 du Règlement intérieur du Comité, ces frais sont répartis entre les banques centrales représentées au Comité par parts égales.

Les montants et la composition des frais ainsi que les contributions qui incombent, en application de la clé susmentionnée, aux banques centrales, figurent dans le tableau No 1 annexé à la note du secrétariat, qui a été remise aux membres du Comité avant la séance.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 8 mars 1977, à 10 heures.

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

JANVIER 1977

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des banques centrales participant à la concertation* et les interventions de celles-ci durant le mois de janvier 1977 et les premiers jours de février 1977.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Les tendances qui se sont manifestées en janvier diffèrent assez sensiblement de celles qui avaient été observées précédemment. Ainsi, les monnaies qui flottent se sont, y compris le dollar, mais à l'exception du franc suisse, redressées nettement vis-à-vis de celles qui constituent le "serpent".

A l'intérieur du "serpent", les fluctuations de toutes les monnaies ont été assez larges.

Dès le début de janvier, le mark allemand s'est détaché du bord inférieur où il a été remplacé par la couronne norvégienne. Il s'est raffermi à l'égard des monnaies partenaires au point d'être traité au-dessus de son cours-pivot non seulement à Oslo, mais aussi à Stockholm et, temporairement, à Bruxelles. Ensuite, cependant, le mark a reperdu cette avance en partie

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

de sorte qu'en fin de mois sa prime sur la monnaie la plus faible était revenue à 1/8% seulement.

La couronne norvégienne est restée isolée au bord inférieur de la bande depuis les premiers jours de janvier. Sur aucune place toutefois, elle n'a atteint le point inférieur d'intervention, la largeur du "serpent" oscillant entre 1,80 et 2,20%. En fin de mois, elle a été rejointe par la couronne suédoise. La Sveriges Riksbank et, dans une mesure plus importante, la Norges Bank ont procédé fréquemment à des ventes de dollars dans le but de freiner la dépréciation de leur monnaie.

Le franc belge a fluctué de façon sensible au sein du "serpent", tantôt s'éloignant des monnaies les moins fermes, tantôt s'en rapprochant comme ce fut le cas notamment après la réduction, de 9 à 8%, du taux d'es-compte de la Banque Nationale de Belgique. Il a, comme la couronne suédoise, subi dans l'ensemble le repli le plus marqué. La Banque Nationale de Belgique est intervenue à la vente, par solde, en dollars. Mais elle a d'autre part acquis des marks dans le marché, limitant ainsi ses pertes de réserves.

Enfin, le florin s'est maintenu au bord supérieur du "serpent" durant la majeure partie de janvier. Il s'en est éloigné à la fin du mois pour y être remplacé par la couronne danoise, laquelle avait cependant enregistré, durant les premiers jours, un recul assez marqué.

Le schéma du "serpent" se présentait comme suit en fin de période: la couronne danoise, suivie du florin à $\frac{1}{2}\%$, précédait le franc belge de $1\frac{3}{4}\%$, le mark allemand de 2,05% et les couronnes norvégienne et suédoise de 2,20%.

Le dollar EU s'est inscrit en forte hausse vis-à-vis des monnaies européennes à fluctuations limitées. Son avance se chiffre en moyenne par 3%. A l'égard des autres devises, elle n'est pas générale et, dans l'ensemble, moins importante. Le dollar a reculé en effet à Londres et à Tokyo.

La livre sterling s'est à nouveau raffermie sur tous les marchés sauf à Tokyo. C'est par rapport aux monnaies du "serpent" que sa progression est la plus marquée: elle atteint 4% en moyenne. En termes de dollar EU, elle est beaucoup plus réduite et se limite à un peu moins de 1%. Notons que ce gain a été acquis essentiellement durant la première quinzaine de janvier, le cours de la livre à New York n'ayant plus guère changé ensuite.

La confirmation de l'octroi du "stand-by" du FMI, l'accord relatif aux "balances sterling", l'annonce d'une réduction du déficit de la balance commerciale britannique en décembre et, enfin, l'ouverture d'une ligne de crédit en faveur du Royaume-Uni par un consortium international de banques figurent parmi les principaux facteurs dont a bénéficié la livre. La Bank of England a mis cette situation à profit pour racheter des dollars en quantités importantes, tout en n'hésitant point à en recéder lorsqu'il se révélait nécessaire de stabiliser la livre. D'autre part, elle a réduit le coefficient des dépôts spéciaux et abaissé, de 14,25 à 12,25%, son "minimum lending rate".

La lire italienne s'est, au contraire, quelque peu affaiblie sous l'influence de la réduction progressive de la taxe frappant les achats de devises en Italie et de l'abaissement du taux du dépôt obligatoire auquel sont soumis les paiements à l'étranger. Vis-à-vis du dollar, elle a reculé de 0,80%. En outre, la Banca d'Italia n'a pu racheter qu'une somme de dollars beaucoup moins élevée que précédemment. Néanmoins, vis-à-vis de l'ensemble des monnaies qui constituent le "serpent", la lire enregistre un gain de $2\frac{1}{4}\%$.

Le franc français, mieux orienté, est pratiquement inchangé en termes de dollars EU; il s'est par conséquent redressé de 3% en moyenne à l'égard des monnaies à fluctuations limitées. La Banque de France a procédé à des interventions qui se sont soldées par des achats de dollars et de marks.

Le franc suisse, par contre, a évolué presque parallèlement aux monnaies du "serpent".

Enfin, le yen japonais a enregistré une forte hausse sur tous les marchés. Par rapport au dollar EU, il a progressé de 1,40% en janvier, ce qui porte à près de 3% son appréciation depuis fin novembre dernier. Le dollar canadien, au contraire, n'a pas poursuivi la hausse amorcée fin 1976: il a reculé de plus de $3\frac{1}{4}\%$ à New York.

II. INTERVENTIONS AU MOYEN DE DOLLARS

Les interventions au moyen de dollars ont à nouveau porté sur des montants élevés dans les deux sens. Elles ont eu lieu pour limiter l'amplitude des fluctuations du dollar, dans certains cas pour éviter simultanément l'apparition de l'écart maximum de 2,25% entre monnaies du "serpent" et enfin, surtout dans le chef des banques centrales de la CEE dont la monnaie flotte, en vue aussi de reconstituer les réserves.

Le volume global des achats s'élève à \$4,4 milliards, celui des ventes à \$2,3 milliards.

Le solde net à l'achat de \$2,1 milliards, qui a contribué à la fermeté du dollar, se décompose de la façon suivante:

- \$350 millions à la vente pour les banques centrales du "serpent", en dépit d'achats nets de la Bundesbank et de la Danmarks Nationalbank, contre un achat global net de \$750 millions en décembre;
- \$2,6 milliards à l'achat, soit le double du chiffre de décembre 1976, pour les banques centrales de la CEE non membres du "serpent", la part de la Bank of England dépassant de loin celle des autres;
- \$150 millions à la vente pour l'ensemble des autres banques centrales; de ce solde, une cinquantaine de millions de dollars représentent la contrepartie d'achats de monnaies européennes effectués par la Federal Reserve Bank of New York.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes des banques centrales qui participent au système de fluctuations limitées ont été insignifiantes. Leur total, formé de quelques achats de marks allemands à l'intérieur de la marge et, pour un montant minime, d'un soutien obligatoire à la limite de la couronne suédoise vis-à-vis de la couronne danoise, ne dépasse pas l'équivalent de 20 millions d'UCME. L'essentiel a été liquidé immédiatement en dollars.

La Banque de France est intervenue en marks allemands, à la vente et à l'achat, pour un volume global de près de 80 millions d'UCME.

* * *

Durant les premiers jours de février les marchés des changes ont été très calmes.

Comparés à ceux du 31 janvier, les cours du dollar notés le 4 février s'inscrivent dans l'ensemble en légère baisse.

C'est ainsi que vis-à-vis du groupe des monnaies européennes à fluctuations limitées, le dollar a reperdu en moyenne 1/5%. La physionomie du "serpent" ne s'est pratiquement pas modifiée: la couronne danoise est restée la monnaie la plus forte et la couronne suédoise la plus faible. L'écart entre elles est demeuré voisin de 2%.

La livre sterling s'est montrée stable malgré la nouvelle réduction du "minimum lending rate" de la Bank of England - celle-ci a pu procéder encore à des achats non négligeables de dollars.

Il en a été de même pour la lire italienne et le franc français, mais les interventions à l'achat de la Banca d'Italia et de la Banque de France ont été plus modérées.

Le franc suisse a réalisé une légère avance vis-à-vis du dollar et des autres monnaies flottantes tout en évoluant presque parallèlement aux monnaies du "serpent".

Alors que le cours du yen ne s'est guère modifié sans intervention d'ailleurs de la Bank of Japan, celui du dollar canadien a subi un recul légèrement supérieur à 1/4%.

Aucune intervention en monnaies communautaires n'a eu lieu.

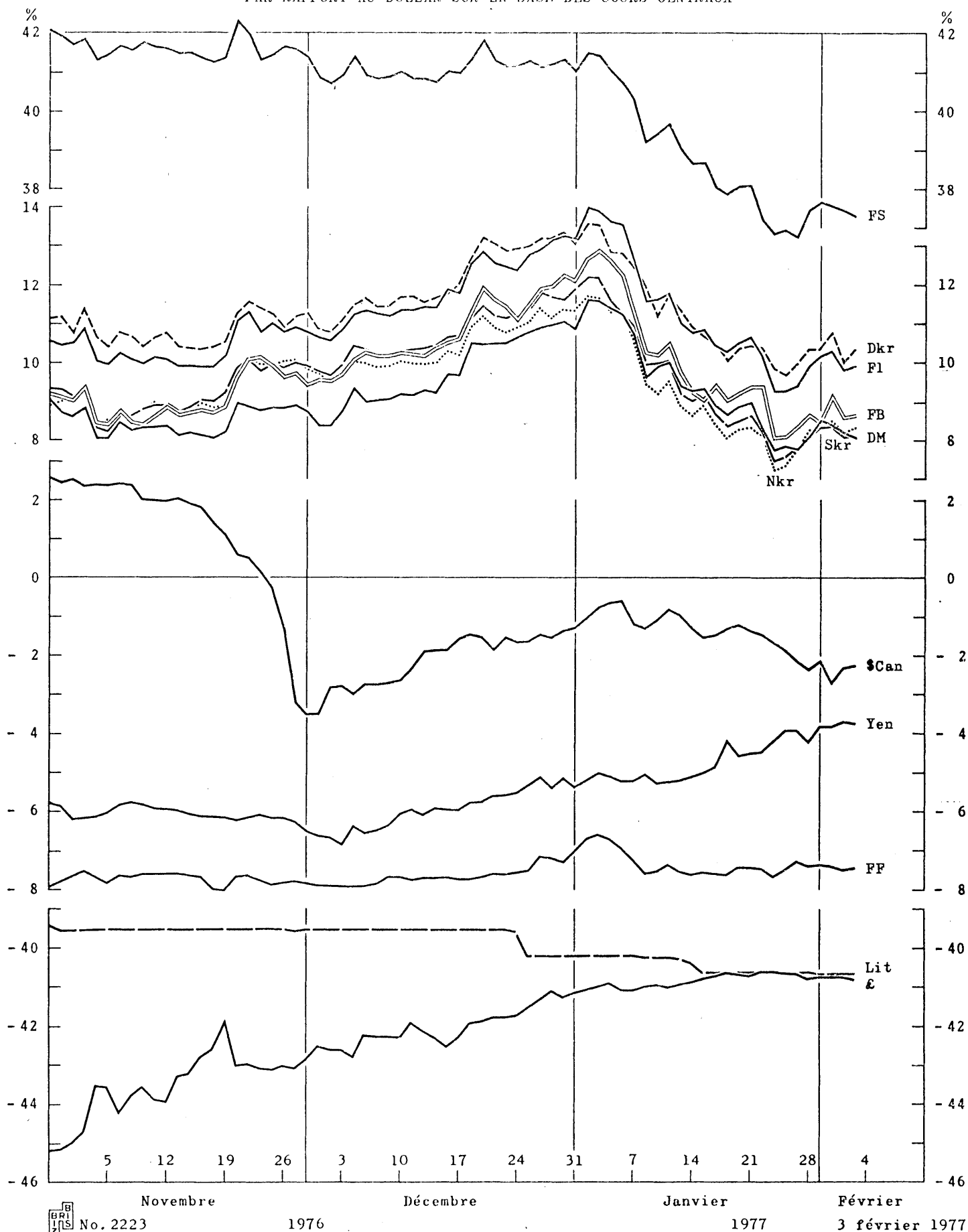
Les interventions en dollars de l'ensemble des banques centrales qui participent à la concertation se soldent par un achat net voisin d'un demi milliard de dollars.

Parmi les banques centrales du "serpent", seule la Sveriges Riksbank est intervenue à la vente dans une mesure d'ailleurs modeste.

La quasi-totalité des acquisitions ont été réalisées par les trois banques centrales de la Communauté dont la monnaie flotte.

Les interventions des autres banques centrales qui participent à la concertation se sont traduites par un achat net de quelques dizaines de millions de dollars.

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



No. 2223

1976

1977

3 février 1977

Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; FF 4,60414; Fl 2,78118.

Théoriques, 1 dollar EU =
Dkr 6,5438; DM 2,6167; Lit 523,35; Yen 277,20;
Nkr 5,75359; Skr 4,606; FS 3,456. £1 = \$2,8952.

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,0030.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"

