

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

Sont présents*: Le Gouverneur de la Central Bank of Ireland et Président du Comité, M. Murray, accompagné par MM. Breen et Reynolds; 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 Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Ercolani et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász, Timmerman et Sillem; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par M. Mosca; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; les présidents des groupes d'experts, MM. Bastiaanse et Heyvaert. Le Secrétaire Général du Comité, M. d'Aroma, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Freeland sont aussi présents.

* Le Gouverneur de la Norges Bank, M. Getz Wold, 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 12 juin 1977, et ne présentant par rapport au projet que quelques légères modifications de caractère rédactionnel.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue aux Gouverneurs des banques centrales de Norvège et de Suède qui sont venus pour participer à la discussion du point II de l'ordre du jour.

I. Approbation du procès-verbal de la 110e séance

Le Président indique que le secrétariat a reçu de M. Heyvaert une proposition d'amendement visant à compléter ses commentaires concernant le rapport sur la concertation (page 2 du procès-verbal) et à modifier légèrement sa réponse au Gouverneur Clappier au sujet des fuites d'informations dans le domaine des interventions des banques centrales (page 4 du procès-verbal).

Compte tenu de ces amendements qui seront insérés dans le texte définitif, le procès-verbal de la 110e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois d'avril 1977 et des premiers jours de mai: 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 signale les mouvements les plus notables des réserves brutes des banques centrales participant à la concertation.

En ce qui concerne les fuites d'informations relatives au volume des interventions des banques centrales, M. Heyvaert indique que ce problème a fait l'objet d'un échange de vues au sein du groupe de concertation qui est arrivé à la conclusion que les fuites d'informations ont pour causes:

- les bonnes relations entre la presse et les organismes de diffusion d'informations, d'une part, et les banques commerciales et courtiers d'autre part;
- dans une moindre mesure, les déclarations ou commentaires faits par des responsables de banques centrales;
- les possibilités d'écoute ou de fuite du réseau téléphonique; à cet égard, il y a lieu de rappeler le cas étrange qui a été observé en novembre 1976, quand, après avoir annoncé en concertation l'action

qu'elle allait entreprendre, la Banque Nationale Suisse a vu le mouvement désiré se produire sur le marché des changes immédiatement et sans aucune intervention de sa part.

Les moyens à mettre en oeuvre pour que les banques centrales restent maîtres des informations concernant le volume de leurs interventions (ce qui n'exclut pas, le cas échéant, la diffusion délibérée d'informations en vue de contribuer au succès d'une action) varient selon les causes. Il y a peu à faire pour éviter des fuites d'informations résultant des relations entre les organismes de diffusion d'informations, d'une part, et des banques et des courtiers d'autre part, sauf à effectuer de plus en plus les interventions par l'intermédiaire de banques de confiance. Un tel système privilégie cependant certaines banques et ne supprime pas le problème de la connaissance des interventions qui doivent se faire au "fixing".

En ce qui concerne la deuxième cause des fuites d'informations, il conviendrait de recommander à tous les agents des banques centrales qui ont accès aux informations relatives aux interventions, de traiter ces données d'une manière strictement confidentielle et de rappeler ce caractère confidentiel aux services des Ministères des finances auxquels ces renseignements sont transmis. A cet égard, il est à signaler que, parmi les banques centrales hors d'Europe participant à la concertation, les banques du Canada et du Japon ne donnent aucun renseignement aux Ministères des finances, tandis qu'aux Etats-Unis, la Federal Reserve Bank of New York qui ne fait elle-même qu'un usage très discret de ces données, est tenue de communiquer toutes les interventions faites par les membres de la concertation. Le représentant de cette institution a cependant assuré que le nécessaire serait fait dans le cas où ces communications seraient suspectées d'être à la base de fuites d'informations.

Enfin, le groupe s'est engagé à étudier les possibilités techniques de remédier à la vulnérabilité du réseau téléphonique aux écoutes, et se propose de faire rapport ultérieurement aux Gouverneurs sur cette question.

Le Président remercie M. Heyvaert de son rapport et demande aux Suppléants de suivre de près l'évolution dans le domaine du maintien du secret relatif aux interventions des banques centrales.

B. Discussion du Comité

M. Getz Wold fait remarquer au sujet de la position extérieure norvégienne que l'ajustement de 3% du taux pivot de la couronne norvégienne à l'égard du deutsche mark, du florin et du franc belge ne s'est traduit que par une dépréciation pondérée en termes de commerce d'environ $\frac{1}{2}\%$, et les interventions de la Norges Bank se sont soldées en avril par un faible achat net de dollars, ce qui est assez exceptionnel. En effet, la Norvège est normalement importatrice de capitaux et, durant les deux à trois années à venir, elle devrait continuer de faire appel, pour des montants substantiels, à des capitaux étrangers, en particulier sous la forme d'emprunts d'Etat dont le produit est cédé directement à la banque centrale. Ces ressources servent à la mise en valeur de la Mer du Nord, entreprise coûteuse qui est aussi la cause principale du déficit de la balance des paiements courants. Selon des estimations très brutes, ce déficit serait en 1977 de l'ordre de 3,5 milliards de dollars et pourrait rendre nécessaire des interventions à hauteur d'environ 1,3 milliard de dollars.

M. Getz Wold conclut en disant que les marchés ne se sont pas ressentis des inquiétudes provoquées par les événements de la Mer du Nord dont les effets écologiques seront faibles et moins graves que l'on avait craint initialement.

Le Président remercie les Gouverneurs des banques centrales de Norvège et de Suède pour leur participation.

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

M. Breen indique que les Suppléants n'ont pas de remarques à formuler 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 10 du groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse sur la situation monétaire des pays de la CEE

Le Président indique qu'il n'a pas été possible de donner suite à la proposition de poursuivre la séance l'après-midi, mais qu'il est prévu de prolonger la séance du matin afin de disposer d'un temps suffisant pour la discussion de ce point de l'ordre du jour.

Le Président signale en outre que M. Lamfalussy est souffrant et qu'il ne pourra pas faire son exposé.

A. Exposé de M. Bastiaanse

M. Bastiaanse indique que les conclusions présentées par les experts dans leur Rapport No 10 font preuve d'un optimisme prudent qui se fonde surtout sur le fait que les politiques monétaires actuellement poursuivies par les Etats membres de la CEE "font ressortir la volonté des autorités monétaires d'aboutir, tôt ou tard, à un contrôle ferme de la croissance des agrégats monétaires et du crédit". En revanche, ils ont reconnu que la réalisation des objectifs monétaires fixés par les Etats membres, ou une évolution conforme aux prévisions faites, représentera une tâche difficile pour les autorités monétaires des pays de la CEE.

En ce qui concerne la méthode statistique retenue dans le présent rapport, il est à noter que le groupe a utilisé pour la première fois des données désaisonnalisées sur trois mois mobiles. Cette méthode est plus instructive et correspond à celle appliquée par plusieurs banques centrales; elle comporte toutefois le risque d'erreurs en raison des imperfections de la correction des données des variations saisonnières. En outre, les données relatives à l'évolution de M2 selon les concepts national et harmonisé ont été regroupées dans un même tableau.

Pour la discussion du Comité, M. Bastiaanse propose de prendre en considération certains des points suivants:

- l'accélération ou le niveau élevé du rythme d'accroissement de M2 dans certains pays,
- les chances, en 1977, de réaliser les objectifs ou d'enregistrer une évolution conforme aux prévisions,
- les expériences faites avec les divers systèmes d'encadrement du crédit bancaire,
- la compatibilité des taux d'intérêt actuels et prévisibles avec les objectifs de la politique monétaire,
- l'orientation de la politique monétaire de certains pays vers un contrôle à moyen terme des agrégats monétaires et la nécessité d'une telle approche.

Le Président félicite M. Bastiaanse de la qualité du rapport établi par son groupe.

M. Zijlstra propose de centrer la discussion d'une part sur la situation actuelle et, d'autre part, sur les prévisions en vue de discerner dans quelle mesure les politiques monétaires des pays membres de la CEE sont compatibles les unes avec les autres et sont susceptibles d'éviter des développements indésirés sur les marchés des changes.

Le Président pense qu'il conviendrait effectivement d'étudier la compatibilité externe des politiques monétaires nationales mais aussi la compatibilité interne de celles-ci, au sein de chaque pays, avec la politique économique générale.

M. Richardson rappelle que les autorités britanniques se sont fermement engagées à des objectifs monétaires. D'une part, elles sont convenues avec le FMI d'un montant chiffré maximum pour l'expansion du crédit interne; d'autre part, elles ont annoncé un objectif (cohérent avec le premier) de croissance en 1977-78 de la masse monétaire M3 qui se situe dans la zone de 9 à 13% et auquel elles attachent une très grande importance.

Néanmoins, l'évolution de M3 peut se révéler fort aléatoire, ce qui pose des problèmes de gestion. A titre d'exemple, le rythme d'accroissement durant le premier trimestre de 1977, tant du crédit interne que de M3, a été nettement inférieur aux prévisions faites antérieurement, notamment parce que le besoin de financement du secteur public et le crédit bancaire au secteur privé ont été moins importants que prévu. En vue de réduire ces fortes fluctuations dans l'évolution de M3, qui risquent de provoquer des commentaires mal informés de la part de la presse, les autorités britanniques ont récemment recouru à la technique d'émission de titres d'Etat qui sont partiellement payés à l'émission et dont la libération complète est étalée sur plusieurs mois. D'autres techniques visant au même but sont actuellement à l'étude.

La politique de croissance modérée des agrégats monétaires qui est appliquée depuis le début de 1974, sera poursuivie; les autorités britanniques partagent en effet l'opinion exprimée dans le Rapport No 10 selon laquelle une attitude ferme et claire des autorités monétaires peut contribuer à influencer les expectatives du public.

Le système des dépôts spéciaux supplémentaires s'est révélé comme un instrument très efficace tant sur le plan pratique que sur le plan psychologique. Dans sa première période d'application de 1973 à 1975, le système a permis de rompre la croissance excessive du crédit bancaire.

Les effets actuels sont toutefois plus difficiles à mesurer étant donné que l'effondrement de la croissance du crédit bancaire, qui a été observé récemment a pu être imputable à l'existence simultanée d'un niveau très élevé des taux d'intérêt.

M. Emminger fait remarquer que l'objectif que la Bundesbank s'est fixé en matière de croissance de la monnaie de banque centrale (+ 8% moyenne de 1977 par rapport à la moyenne de 1976) a été jugé trop généreux notamment par le Conseil des Sages qui a souligné qu'en 1976 cet agrégat monétaire s'est accru plus fortement que désiré.

Depuis décembre dernier, la monnaie de banque centrale, comme d'ailleurs M3, a évolué d'une manière conforme à l'objectif fixé pour 1977. La poursuite de cette évolution ne pourra cependant être assurée que si, à la différence de ce qui se produit actuellement, les besoins durables des banques en monnaie de banque centrale sont satisfaits à travers des canaux autres que les facilités à très court terme auprès de la banque centrale et la politique d'open-market. Pour cette raison, le Conseil de banque centrale envisage de libérer, très prochainement, un montant substantiel de monnaie de banque centrale, en augmentant les contingents de réescompte et/ou en réduisant les réserves obligatoires.

La mesure envisagée revêt un caractère durable; elle ne vise pas la situation actuelle du marché monétaire, qui se caractérise plutôt par une certaine aisance, mais des perspectives plus lointaines. Elle s'inscrit dans le cadre d'une politique qui cherche à éviter non seulement un dépassement en hausse, mais aussi un dépassement en baisse de son objectif intermédiaire. La date d'application a été choisie en vue de pouvoir fournir aux banques un apport de liquidité durable lorsque, fin juin, les conditions sur le marché monétaire se resserreront pour des raisons saisonnières.

La mesure envisagée est aussi compatible avec la situation conjoncturelle, caractérisée actuellement par un ralentissement de la reprise de l'activité économique et avec l'objectif de maintenir ou même d'abaisser le niveau actuel des taux d'intérêt à court et à long terme.

Sur le plan externe, il est à noter que les taux d'intérêt relativement bas ont contribué à entretenir des sorties importantes de capitaux qui semblent être à l'origine de l'actuelle position faible du deutsche mark au sein du "serpent".

M. Zijlstra indique qu'en 1976 M2 a accusé aux Pays-Bas un accroissement de plus de 20% qui a été imputable presque exclusivement à la

progression des crédits bancaires au secteur privé. Cette croissance excessive s'explique en partie par la forte demande de crédits hypothécaires, stimulée par des mesures fiscales, mais les concours à court terme ont progressé également à un rythme de 20%, ce qui est d'autant plus remarquable que la situation conjoncturelle marque encore des signes de faiblesse.

Les autorités néerlandaises vont donc soumettre le crédit bancaire au secteur privé à des restrictions, une telle mesure s'inscrivant dans l'objectif d'une diminution du ratio de liquidité (M2 par rapport au PNB) de 3 points sur une période de 3 ans. La diminution de 1 point de ce ratio en 1977 se traduirait, en supposant un taux d'accroissement du PNB d'environ 10% en termes nominaux, par une progression de M2 de l'ordre de 7%. Le caractère à moyen terme de la politique monétaire néerlandaise doit laisser cependant assez de souplesse dans la mise en oeuvre de la réduction du taux de liquidité de l'économie au cours des trois années à venir.

Etant donné l'action envisagée sur le crédit bancaire et un certain optimisme quant au comportement financier du secteur public, l'incertitude sur l'évolution future de M2 tient à l'éventualité d'entrées de capitaux. En 1976, on a réussi à éviter des afflux de devises, mais en 1977 la situation pourrait se présenter de manière moins favorable.

En ce qui concerne la compatibilité des politiques monétaires des pays membres de la CEE entre elles, M. Zijlstra marque sa compréhension pour la mesure que M. Emminger vient d'annoncer. Il craint cependant que la combinaison d'un assouplissement de la politique monétaire en Allemagne et d'un resserrement des conditions monétaires aux Pays-Bas puisse avoir des effets défavorables sur le comportement des marchés des changes.

M. Baffi indique qu'il espère que lors de nouvelles discussions en automne, il pourra présenter de meilleurs résultats quant à la lutte contre l'inflation. Néanmoins, on constate qu'à la suite des premiers effets de la politique économique restrictive, le rythme d'inflation s'est récemment ralenti. Ainsi, les prix à la consommation ont progressé en mars de 1,5% (contre 2,3% en février) et les prix de gros de 0,8% (contre 1,6% en février).

Le crédit intérieur global a été retenu comme objectif intermédiaire de la politique monétaire car, pour un pays comme l'Italie qui éprouve des difficultés de balance des paiements, il semble

constituer un meilleur point de repère. En effet, un objectif défini en termes de masse monétaire comporterait le danger qu'une perte de liquidité résultant d'un déficit de la balance des paiements soit compensée par de nouvelles liquidités. En outre, la masse monétaire inclut une proportion importante et variable de fonds d'épargne en raison des taux d'intérêt élevés qui sont payés par les banques, même sur les comptes courants. Enfin, en raison des mouvements très forts qui se sont produits en Italie au cours des années récentes, dans le niveau moyen des taux d'intérêt et dans les rapports entre les taux payés sur les dépôts bancaires et les taux du marché financier, la distribution des flux de fonds entre les dépôts bancaires et les titres du marché financier a été très variable. Il en est résulté que, par rapport au produit national, le total du crédit intérieur (qui inclut les titres) s'est trouvé être plus stable que le total du crédit bancaire. Il paraît donc justifié d'adopter le volume du crédit intérieur comme objectif, plutôt que la masse monétaire ou le crédit bancaire.

Le rythme d'accroissement du crédit bancaire s'est déjà inscrit en baisse (il est passé en taux annuel de 25,7% en novembre 1976 à 17,1% en janvier 1977) mais une décélération encore plus forte est requise pour respecter le plafond, convenu avec le FMI, de 13% pour l'accroissement du crédit global à l'économie interne au cours de la période d'avril 1977 à mars 1978.

La réalisation de cet objectif qui est compatible avec l'intention de réduire le taux d'inflation de 20% en 1976 à 13% en 1977, dépend de divers facteurs. D'abord, il faut réduire le déficit du secteur public. Les conditions convenues avec le FMI prévoient que le déficit du gouvernement sera ramené, grâce notamment à l'augmentation des taxes indirectes, de 9,7% du PNB en 1976 à 7,5% en 1977 et celui de l'ensemble du secteur public de 13 à 9,7% du PNB.

Les progrès réalisés dans le domaine de l'indexation sont moins nets que ceux accomplis en matière de déficits budgétaires. En effet, le Parlement n'a pas suivi la proposition d'exclure les répercussions des mesures fiscales sur l'indice du coût de la vie qui est à la base des augmentations salariales. Le Parlement n'a pas non plus retenu la mesure tendant à considérer comme profit imposable toute augmentation salariale qu'une entreprise accorde individuellement au-delà de celle convenue sur une base sectorielle; on a

dû se contenter de l'engagement de la part des syndicats de modérer les demandes faites par leurs affiliés dans les entreprises.

Outre le système d'encadrement du crédit, les banques doivent respecter les limitations quant à l'emploi de leurs fonds disponibles. Ainsi, 30% de l'accroissement de leurs dépôts doivent être investis en titres, et 15,75% en réserves obligatoires. Le solde ne peut être utilisé pour des crédits que dans la mesure où le plafond de crédit n'est pas encore atteint; l'excédent en disponibilités est investi en souscriptions de bons du Trésor, ce qui signifie qu'à concurrence de ces montants, l'effet expansif du Trésor sur la base monétaire est annulé. Le degré de contrainte de la politique monétaire, qui sera maintenu au cours des douze mois à venir, est reflété également par l'évolution des taux d'intérêt. Les taux à court terme ont atteint un niveau très élevé et les taux du marché des capitaux ont progressé de 10,60% en décembre 1975 à 14,90% en mars 1977. En supposant une décélération du rythme d'inflation, le taux réel à long terme pourrait ainsi devenir positif dans quelques mois.

L'efficacité du système d'encadrement du crédit pourrait être entravée par l'existence d'échappatoires, comme par exemple:

- les transferts de crédits à des institutions de crédit à long terme contre titres émis par celles-ci;
- l'octroi de crédits en devises qui ne comportent aucun risque de change lorsqu'ils sont accordés à un exportateur qui détient des créances en devises;
- diverses opérations comptables.

Ces problèmes sont cependant de moindre importance par rapport à la distorsion de la structure des actifs bancaires qu'entraîne l'application du système d'encadrement du crédit.

En résumé, on peut dire que ce système ne remplace pas d'une manière adéquate le contrôle de la base monétaire, qui est seul susceptible d'assurer le fonctionnement satisfaisant de l'intermédiation financière.

Le Président note les remarques de M. Baffi sur la compatibilité de l'encadrement du crédit avec le fonctionnement de l'économie. Il pense que le problème du contrôle direct du crédit bancaire peut entrer dans le cadre des études menées par le groupe d'experts sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire.

M. Emminger précise à propos de la remarque faite par M. Zijlstra, que la mesure envisagée par la Bundesbank ne signifie pas un assouplissement de la politique monétaire. En effet, l'objectif de celle-ci reste inchangé et seule la manière de couvrir les besoins légitimes des banques en monnaie de banque centrale est un peu modifiée pour tenir compte que la méthode actuelle ne peut être maintenue à long terme.

M. Zijlstra craint que les marchés réagissent en fonction des faits qu'ils observent et qu'ils interprètent la mesure envisagée par la Bundesbank comme un desserrement des conditions monétaires en Allemagne. Aussi, un dialogue très étroit et fréquent sera-t-il nécessaire pour assurer, dans les prochains mois, la stabilité sur les marchés des changes.

M. Clappier se demande si en Allemagne et aux Pays-Bas ou dans d'autres pays industrialisés on observe une tendance analogue à celle de la France où le taux de liquidité de l'économie tend, depuis la fin de la guerre, à augmenter de manière modérée, mais constante. Cette tendance complique la poursuite de la politique monétaire que les autorités mènent en France depuis des années dans l'esprit d'un monétarisme modéré, c'est-à-dire en accordant à l'évolution de la masse monétaire une certaine importance qu'il ne faut cependant pas exagérer.

Le fait nouveau dans la politique monétaire française a été l'annonce en septembre 1976 d'un objectif pour l'accroissement de M2 en 1977. Cette action visait moins à sensibiliser l'opinion publique, qui est encore très peu réceptive à l'égard des objectifs monétaires, qu'à marquer l'importance attachée par le gouvernement aux normes fixées pour la progression du crédit bancaire et à la stricte neutralité des opérations du Trésor à l'égard de la création monétaire. Etant donné le déficit important du budget public, ce dernier objectif sera difficile à réaliser.

L'objectif de 12,5% pour l'accroissement de M2 en 1977 a été fixé en septembre 1976, en supposant une croissance du produit national brut en termes réels de 4,7% et une hausse des prix de 8% en moyenne. Huit mois plus tard, ces prévisions ne paraissent pas réalisables: l'expansion réelle ne s'élèvera qu'à 3,5% environ et l'indice des prix de détail devrait augmenter un peu plus que prévu. La combinaison de ces deux nouvelles prévisions montre toutefois que l'objectif de 12,5% pour M2 en 1977 reste correct.

En ce qui concerne les chances de réaliser cet objectif, il est à noter que la progression de M2 s'est accélérée en janvier et février pour des raisons essentiellement statistiques, mais elle s'est sensiblement ralentie en mars de sorte que, pour le premier trimestre de 1977, M2 se sera accrue à un rythme annuel

Malgré ses inconvénients durables, le mécanisme de contrôle quantitatif du crédit bancaire qui est appliqué depuis plusieurs années et dont les règles ont été successivement perfectionnées, constitue à l'heure actuelle un instrument précieux et utile. Depuis l'été 1976, ce mécanisme a été rendu progressivement plus strict et depuis le début de 1977 il "mord" sérieusement par suite de l'augmentation importante et subite de la demande de crédit qui s'est produite en décembre dernier. Une telle augmentation est rattachée, selon les opinions, à la reprise de la production industrielle, dont la vigueur varie cependant fortement selon les secteurs, ou à la reconstitution des stocks qui serait trop rapide et en partie involontaire par suite de l'insuffisance de la demande.

En résumé, on peut dire que la politique monétaire française est adaptée aux nécessités nationales et ne devrait présenter ni par elle-même ni par son impact sur les taux d'intérêt un manque de cohérence avec les politiques monétaires des autres pays de la CEE. En ce qui concerne les taux d'intérêt, il est à noter que les taux à long terme sont restés assez stables, à un niveau relativement élevé, tandis que les taux du marché monétaire ont connu des variations courtes mais assez marquées du fait de leur utilisation comme moyen de défense du franc français.

Enfin, M. Clappier suggère de tenir une longue séance en juillet pour poursuivre la discussion d'aujourd'hui.

Le Président se demande s'il ne serait pas plus indiqué de reprendre la discussion lors de l'examen du prochain rapport du groupe d'experts. En ce qui concerne la remarque faite par M. Clappier sur l'augmentation continue du taux de liquidité de l'économie, il pense que le tableau No 2 annexé au rapport du groupe présente déjà certaines données utiles, qui ne fournissent cependant pas d'indications sur les causes.

M. McMahon partage l'opinion exprimée par M. Clappier sur l'intérêt que présente la publication d'un objectif de la politique monétaire. Au Royaume-Uni, la politique menée depuis 1973 a abouti à une diminution de

la masse monétaire en termes réels, mais cette politique n'a pas recueilli l'attention nécessaire. Pour cette raison, la Bank of England a insisté auprès du gouvernement pour publier non seulement un objectif pour l'expansion du crédit à l'économie interne, mais aussi pour la croissance de M3. L'expérience de 1976 montre que l'annonce d'un objectif impose une contrainte bénéfique sur le gouvernement (celui-ci peut difficilement se soustraire à un engagement qui a été rendu public); toutefois, elle ne joue pas encore un rôle dans la mise en oeuvre de la politique des revenus et en particulier dans les discussions avec les partenaires sociaux. Le rapport du groupe d'experts fait allusion à ce rôle (cf. page 13, 1er alinéa du texte français) mais dans des termes qui semblent ambigus.

M. McMahon conclut en attirant l'attention du Comité sur le fait que les marchés monétaire et financier anglais sont particulièrement sensibles. La publication d'objectifs comporte ainsi le risque que les marchés réagissent aux écarts entre l'objectif et les résultats effectifs, aboutissant par là à accroître la volatilité des agrégats monétaires. Il s'agit d'un problème sérieux qui préoccupe les autorités britanniques. Enfin, il semble que la politique monétaire sera mise à l'épreuve dans les prochains mois; on s'attend en effet à des demandes accrues pour desserrer les conditions monétaires et on pourra voir alors l'utilité de la fixation et de la publication d'objectifs dans la lutte contre une expansion excessive des liquidités.

M. de Strycker indique que les autorités belges ne fixent pas d'objectifs quantitatifs en termes de masse monétaire pour deux raisons:

- d'une part, il n'existe pas de relation sûre et stable entre la croissance de la masse monétaire (quelque soit le concept M1, M2 ou M3) et celle du PNB;
- d'autre part, on observe des transferts importants entre les différents agrégats ou catégories d'actifs financiers en fonction notamment de l'évolution des taux d'intérêt.

Une telle attitude n'implique pas un désintérêt à l'égard de l'évolution des agrégats monétaires (il ressort d'ailleurs du rapport des experts que la Belgique compte parmi les pays où la création monétaire marque une tendance assez équilibrée) mais elle s'explique par le fait que la politique monétaire porte essentiellement sur les deux domaines suivants:

- la manipulation des taux d'intérêt en vue d'éviter l'apparition entre le niveau en Belgique et celui dans d'autres pays, de disparités susceptibles de déclencher des mouvements de capitaux à court terme et d'exercer des effets perturbateurs sur les marchés des changes;
- le contrôle du crédit au secteur privé.

Le Rapport No 10 fait ressortir qu'actuellement, dans un grand nombre de pays, on attache une plus grande importance qu'auparavant à l'agrégat crédit. Il serait donc utile que le groupe d'experts développe l'analyse de l'évolution du crédit au secteur privé et dégage certains critères qui pourraient servir de guide pour les actions des banques centrales (par exemple l'établissement de relations entre la croissance du crédit et celle du PNB ou d'autres grandeurs réelles). D'autre part, M. de Strycker demande à M. Emminger pour quelles raisons il n'a pas parlé explicitement de l'agrégat crédit dans les objectifs poursuivis par la politique monétaire allemande.

M. Emminger répond que les autorités monétaires allemandes attachent une grande importance à l'évolution tant du crédit à l'ensemble de l'économie interne que du crédit au secteur privé, ces agrégats constituant en particulier un élément de la compatibilité de la politique monétaire allemande avec les exigences internes et externes. Durant les derniers mois, les concours au secteur privé n'ont marqué qu'une faible progression, mais un renversement de cette tendance est possible.

Le Président pense que le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse devrait reprendre la suggestion faite par M. de Strycker.

M. Hoffmeyer pense que le choix de l'objectif intermédiaire a peu d'importance sur le plan théorique car finalement il revient au même de considérer soit les contreparties de la masse monétaire, soit la masse monétaire elle-même. Toutefois, politiquement un objectif intermédiaire peut être préférable à un autre. Ainsi, dans des pays où les taux d'intérêt sont bas, il est indiqué de choisir un objectif défini en termes de masse monétaire. Au Danemark où la politique des taux d'intérêt bas a dû être abandonnée depuis plusieurs années, la politique monétaire opère à travers deux canaux: d'une part, le crédit bancaire est soumis depuis 7 ans à des plafonds (l'application de ceux-ci aux engagements de crédit apporte un élément de souplesse au système qui jusqu'à présent ne semble pas avoir

provoqué de distorsions dans l'activité des banques), d'autre part, la banque nationale est convenu avec le gouvernement que la dette publique soit placée autant que possible en dehors du système bancaire, quelque soit le taux d'intérêt.

Depuis des années, le taux d'intérêt réel se situe à un niveau très élevé qui exerce des effets néfastes sur les investissements. Cette situation montre bien le dilemme de la politique monétaire qui ne peut pas influencer la politique fiscale et la politique des revenus et qui est essentiellement la résultante de ces politiques. Le maintien d'un taux réel très élevé signifie que les entreprises danoises continuent d'emprunter de manière substantielle sur les marchés étrangers et internationaux. Pour diverses raisons, la limitation de ces emprunts serait souhaitable, mais elle se heurterait aux règles de la CEE et de l'OCDE.

M. Hoffmeyer marque sa compréhension à l'égard de l'intention des autorités néerlandaises de limiter la croissance du crédit bancaire; il pense cependant que l'encouragement des sorties de capitaux à long terme présente l'avantage d'éviter l'instabilité sur les marchés des changes.

Le Président pense que l'efficacité de la politique monétaire est largement déterminée par le comportement du secteur public et qu'à cet égard la publication d'objectifs intermédiaires de la politique monétaire exerce sur les autorités une contrainte bénéfique même si par ailleurs elle peut présenter les inconvénients apparemment inévitables qu'a mentionnés M. McMahon.

M. Zijlstra estime que le Comité a eu, sur la base d'un excellent rapport des experts, une discussion utile et importante qu'il conviendrait de poursuivre en juillet. A cette fin, les Suppléants devraient extraire de l'échange de vues d'aujourd'hui quelques éléments qui méritent d'être approfondis.

M. Ortoli appuie cette proposition et marque sa satisfaction en ce qui concerne la discussion que les Gouverneurs ont eue aujourd'hui. Un tel débat répond à l'idée qu'en dehors de la grande stratégie dans le domaine économique, deux problèmes devraient faire l'objet d'une coopération approfondie au sein de la CEE:

- la politique monétaire: une confrontation du rôle que la politique monétaire joue dans les différents pays et un examen de la compatibilité entre les politiques monétaires à l'échelle communautaire (justification des mesures, recherche d'alternatives, etc.);

- l'ampleur et le financement des déficits publics, question qui est étroitement liée à la politique monétaire.

Le Président constate que le Comité est d'accord pour que la discussion soit poursuivie en juillet sur la base d'un examen par les Suppléants de quelques-uns des points les plus importants qui se sont dégagés du débat d'aujourd'hui.

IV. Analyse de la 99e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison de l'intérêt de consacrer le plus de temps possible au point III de l'ordre du jour, le Comité ne procède pas à cette analyse.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Procédures de travail pour les examens périodiques qui ont été mentionnés dans le rapport du Comité au Conseil et à la Commission sur les propositions néerlandaises concernant la création de zones-cibles au sein de la CEE

M. Breen indique que lors de leur réunion du lundi 9 mai, les Suppléants sont convenus qu'à l'avenir ils feraient un travail préparatoire pour les examens périodiques que le Comité des Gouverneurs a annoncés, dans son rapport du 8 mars 1977, au Conseil et à la Commission sur les propositions néerlandaises en matière de zones-cibles. Ces examens doivent porter spécialement:

- sur l'évolution du besoin de financement du secteur public et des méthodes pour le couvrir, et les différences existant dans ces domaines entre les Etats membres;
- sur l'impact de ces méthodes et des crédits à l'économie interne sur la masse monétaire et les taux d'intérêt;
- sur les effets probables des politiques poursuivies sur les taux de change et les balances des paiements.

Dans leurs études préparatoires, les Suppléants s'appuieront notamment sur les rapports établis par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse, qui couvrent en particulier les deux premiers domaines énoncés ci-dessus. L'examen du troisième domaine nécessitera probablement d'autres données qui seront précisées ultérieurement d'une manière pragmatique. A cet égard, les Suppléants estiment utile de pouvoir disposer des

informations que la Commission fournira au Comité monétaire en vue des consultations périodiques auxquelles ce comité a prévu également de procéder (cf. rapport oral du Président du Comité monétaire à la session du Conseil du 14 mars 1977). D'autre part, ils recommandent au Comité des Gouverneurs de poursuivre la transmission au Comité monétaire des rapports du groupe d'experts "Bastiaanse" dans les conditions appliquées jusqu'à présent.

Le Comité marque son accord sur la procédure de travail proposée par les Suppléants.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

En raison de l'Assemblée annuelle de la BRI, la prochaine séance du Comité des Gouverneurs devrait être courte et avoir lieu à Bâle le dimanche 12 juin 1977 vers 17 h 30, ou plus exactement dès que la réunion des Gouverneurs du Groupe des Dix sera terminée. Elle devrait se terminer au plus tard à 18 h 30.

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

AVRIL 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 d'avril et les premiers jours de mai 1977.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

L'ajustement des taux pivots des trois couronnes scandinaves et ses conséquences, ensuite le recul du dollar EU, constituent les principaux faits qui ont marqué les marchés des changes en avril. Dans l'ensemble, le calme a continué d'y régner. A quelques exceptions près, les fluctuations journalières des cours n'ont pas dépassé 1/2%; la plupart des banques centrales sont demeurées actives dans le marché.

La physionomie du "serpent" s'est évidemment modifiée à la suite des ajustements décidés le 1er avril: tandis que la couronne danoise se maintenait en tête, la couronne suédoise s'en est rapprochée, précédant aussi de peu le florin. La couronne norvégienne s'est également raffermie, mais moins nettement.

De son côté, le mark allemand, devancé d'un peu plus de 1/2% par le franc belge, est resté au bord inférieur: des interventions ont été nécessaires durant la première quinzaine du mois aux nouveaux cours limites vis-à-vis de la couronne danoise, en même temps que la Danmarks Nationalbank intervenait en outre à l'achat en dollars.

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

Au milieu du mois, la couronne suédoise est devenue la monnaie la plus forte. La largeur du "serpent" s'est néanmoins réduite à un peu moins de 2,25% grâce à des acquisitions assez substantielles de dollars par la Sveriges Riksbank.

Dans la dernière décade d'avril, le florin s'est encore affermi, même après l'abaissement des taux d'escompte de la Nederlandsche Bank, sous l'effet de rumeurs relatives à sa réévaluation. Il a atteint à son tour le cours supérieur d'intervention à Francfort. Les interventions qui furent nécessaires à partir de ce moment ont porté en quelques jours sur un montant relativement important, bien que la Nederlandsche Bank ait en outre procédé à des achats de dollars.

Entre-temps, les couronnes scandinaves se sont repliées tandis que le franc belge se raffermissait assez nettement. Fin avril, le schéma du "serpent" se présentait comme suit: le florin, en tête, précédait les couronnes danoise et suédoise d'environ 0,40%, la couronne norvégienne d'un peu plus de 1% et le franc belge de 1,50%. Le mark allemand demeurait au cours minimum à Amsterdam.

L'évolution des cours durant le mois écoulé ne traduit pas pleinement dans tous les cas les ajustements opérés le 1er avril. Vis-à-vis des trois autres monnaies à fluctuations limitées, la couronne suédoise n'a fléchi en avril que de 4,50% en moyenne, la couronne norvégienne de 2,20%; par contre, la couronne danoise recule de 3,30%. L'adaptation du cours des monnaies scandinaves vis-à-vis du dollar EU dans le marché s'est en outre trouvée influencée par la tendance générale de celui-ci: la couronne suédoise perd un peu plus de 3%, la couronne norvégienne 0,75% et la couronne danoise 1,85% seulement.

La monnaie américaine s'est affaiblie sensiblement en raison de craintes d'une recrudescence de l'inflation aux Etats-Unis, de la déception que la hausse prévue des taux d'intérêt américains à court terme ne s'est pas encore matérialisée et de l'aggravation progressive du déficit de la balance commerciale américaine. Elle a reculé de 1,50% en moyenne vis-à-vis des trois monnaies du "serpent" dont le cours central n'a pas été modifié. Elle a été plutôt orientée à la baisse également à l'égard des monnaies flottantes, mais les écarts sont moins grands.

La lire italienne et la livre sterling par exemple, sont pratiquement inchangées en termes de dollar EU; quant au franc français, sa hausse se limite à 0,20%. Il convient de noter toutefois que les trois banques centrales européennes en cause sont intervenues, parfois à la vente, mais le plus souvent

à l'achat. D'autre part, la Bank of England a pu ramener par étapes son "minimum lending rate" de 9 1/2 à 8 1/4%. De leur côté, les autorités italiennes ont mis fin, selon le plan prévu, à l'obligation de dépôt en lires frappant les paiements vers l'étranger.

Le comportement des trois autres monnaies flottantes, à savoir le yen, le franc suisse et le dollar canadien, semble indiquer un certain changement d'orientation.

Le yen a continué tout d'abord de progresser et a atteint le 12 avril, vis-à-vis du dollar, un niveau supérieur de 10% à celui noté début décembre 1976. Ensuite, après la réduction de 6 à 5% du taux d'escompte de la Bank of Japan, il s'est replié. Fin avril, le yen se retrouve ainsi pratiquement inchangé à New York par rapport à fin mars.

Le franc suisse a progressé de près de 3/4% à New York mais accuse par ailleurs un recul de 3/4% vis-à-vis des monnaies du "serpent" autres que les couronnes scandinaves.

Enfin, le fléchissement que le dollar canadien enregistrait depuis plusieurs mois à New York a fait place à un redressement comparable à celui du franc suisse.

II. INTERVENTIONS AU MOYEN DE DOLLARS

Les interventions en dollars ont porté sur des montants très élevés: \$4,3 milliards à l'achat et \$2,1 milliards à la vente. Elles ont contribué notablement cette fois encore au soutien de la monnaie américaine. Pour l'ensemble des quatre premiers mois de l'année en cours, les banques centrales participant à la concertation autres que la Federal Reserve Bank of New York, ont acquis par solde au total près de 7 milliards de dollars.

En avril, la plupart des banques centrales dont la monnaie flotte et parmi elles, en particulier celles de la CEE, sont intervenues très fréquemment dans les deux sens en vue essentiellement de maintenir un rapport stable entre leur monnaie et le dollar.

Celles du "serpent" ont procédé presque exclusivement à des achats. Plus importants que durant les deux mois précédents, ceux-ci représentent cependant moins de 15% du volume global. Ils ont été effectués principalement en vue de réduire les tensions entre monnaies en opposition.

Le solde global net de \$2,2 milliards se décompose de la manière suivante:

- \$600 millions pour les banques centrales du "serpent", les parts les plus importantes revenant à la Nederlandsche Bank et surtout à la Sveriges Riksbank; la Bundesbank n'a procédé à aucune intervention en dollar;
- \$1,5 milliard pour les banques centrales de la CEE non membres du "serpent", ce qui résulte surtout des acquisitions de la Bank of England, celles de la Banca d'Italia et de la Banque de France étant moins notables;
- \$100 millions pour les autres banques centrales, à la suite principalement des acquisitions effectuées par la Bank of Japan avant la réduction de son taux d'escompte.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Pour la première fois depuis l'automne dernier, les interventions en monnaies européennes accusent une certaine reprise: leur total atteint l'équivalent de UCME 335 millions. Abstraction faite d'une vente, pour un montant minime, de florins et de marks par la Banque de France, elles ont pratiquement toutes répondu à l'obligation de limiter à 2,25% l'écart entre le mark allemand d'une part, le florin pour un peu plus de 75% et la couronne danoise pour le solde, d'autre part. Ces interventions ont été, en quasi totalité, financées auprès du FECOM.

* * *

L'évolution des marchés des changes semble avoir été influencée pendant la première semaine de mai notamment par la perspective du "Sommet" de Londres du 6 mai. Elle peut se résumer comme suit: allure irrégulière du dollar EU orienté différemment selon la place mais plutôt modérément à la baisse, fermeté du florin et du yen, évolution du mark allemand parallèle à celle du florin auquel il est demeuré en opposition dans le "serpent", recul des couronnes scandinaves et parmi elles, en particulier, de la couronne danoise.

Il en résulte que les positions dans le "serpent" se sont notablement modifiées: le florin s'est détaché, les couronnes scandinaves se sont rapprochées sensiblement du franc belge et du mark entre lesquels se trouve à présent la couronne danoise.

Une certaine tendance à la hausse des taux d'intérêt se dessine aux Etats-Unis et surtout en Suisse. D'autre part, la Banque Nationale de Belgique et, pour la seconde fois depuis la mi-avril, la Nederlandsche Bank, ont abaissé leurs taux d'escompte.

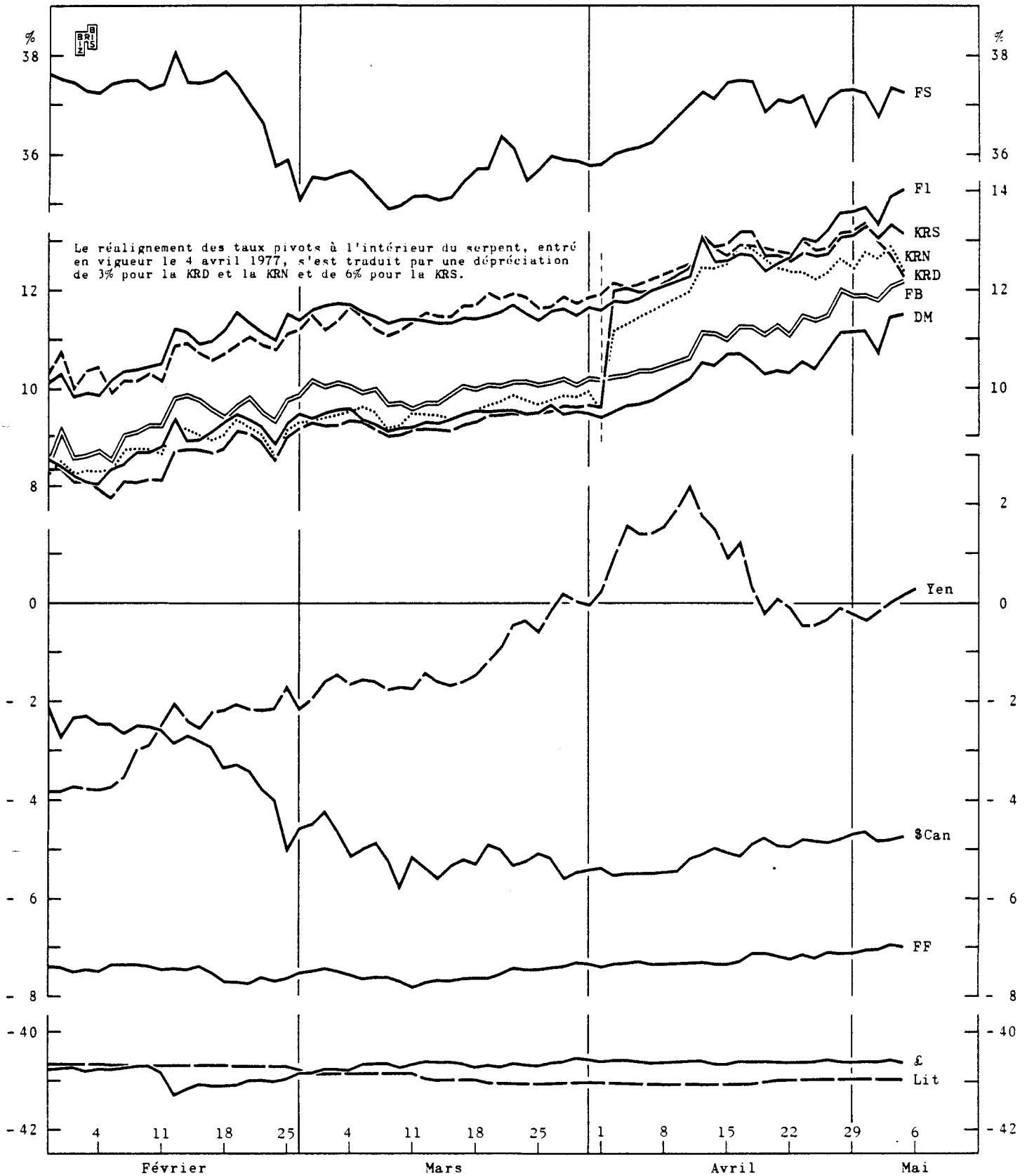
Parmi les monnaies de la Communauté qui flottent isolément, notons la bonne tenue du franc français, la stabilité de la lire italienne vis-à-vis du dollar et le léger repli, en fin de semaine, de la livre sterling. Le franc suisse reste mieux orienté; le dollar canadien est pratiquement inchangé vis-à-vis du dollar EU.

Les interventions reflètent fidèlement ces mouvements. Relevons les achats de dollars de la Nederlandsche Bank et les ventes de la Danmarks Nationalbank et de la Sveriges Riksbank.

D'autre part, la Banque de France et la Banca d'Italia ont pu poursuivre leurs achats de dollars; la Bank of England, par contre, s'est vue amenée à revendre en grande partie les dollars qu'elle avait pu acquérir encore en début de semaine.

Les interventions des autres banques centrales ont été marginales. Enfin, l'apparition assez fréquente de l'écart maximum de 2,25% entre les cours liant le florin et le mark allemand et leur taux-pivot a nécessité des interventions pour un total d'UCME 125 millions, qui a entièrement fait l'objet d'un financement auprès du FECOM.

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



No. 2223

1977

5 mai 1977

*En vigueur jusqu'au 1.4.1977:

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

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

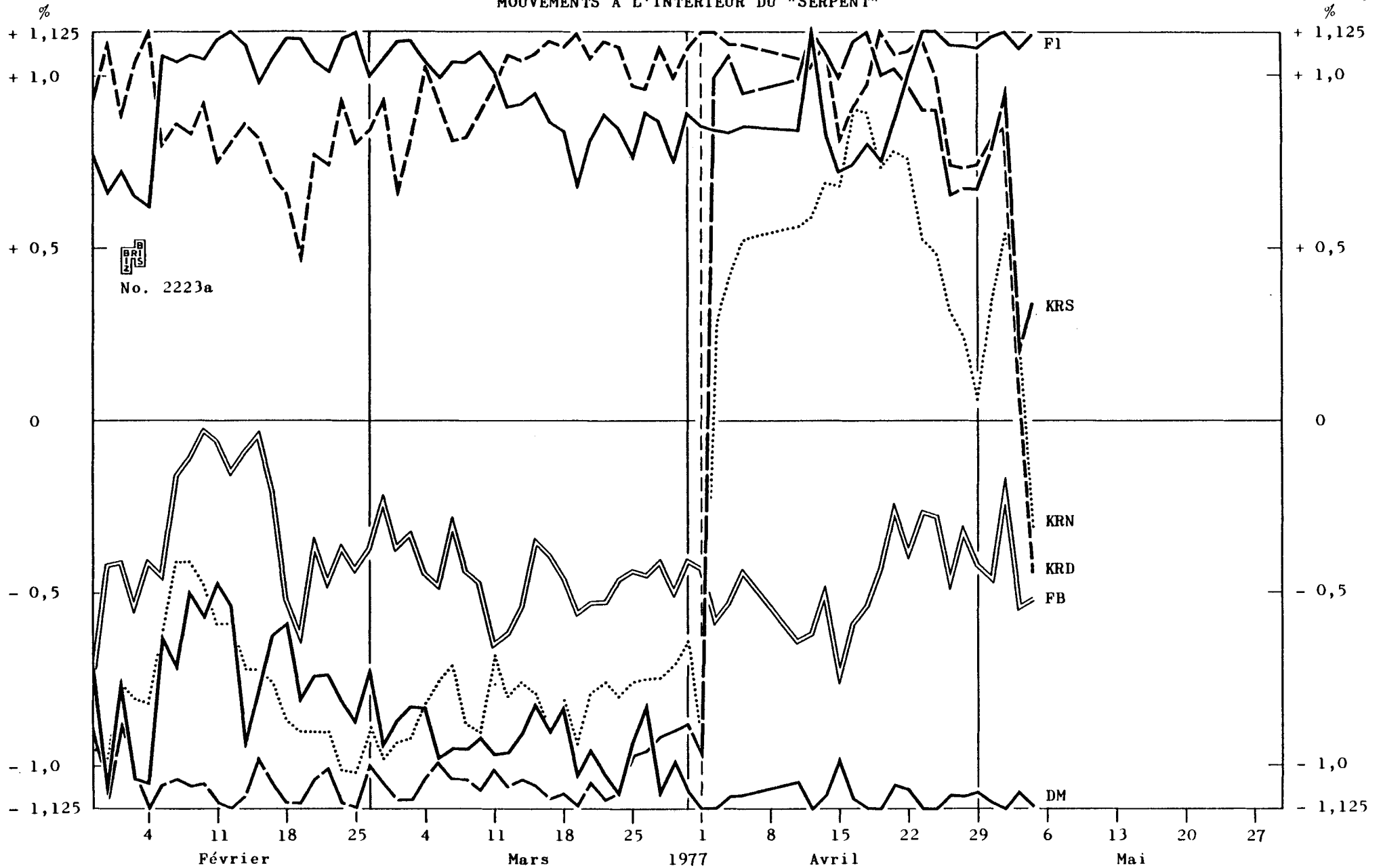
*En vigueur à partir du 4.4.1977:

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

Théoriques, 1 dollar EU =
KRK 6,74615; DM 2,6167; Lit 523,35;
Yen 277,20; KRN 5,93154; KRS 4,90;
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"



Le réalignement des taux pivots à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 4 avril 1977, s'est traduit par une dépréciation de 3% pour la KRD et la KRN et de 6% pour la KRS.

5 mai 1977

PROCES-VERBAL DE LA 111^e SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES DE LA CEE
DU 10 MAI 1977

C O R R I G E N D U M

Page 12, 1^{er} alinéa, ajouter à la fin du texte, c'est-à-dire après "pour le premier trimestre 1977, M2 se sera accrue à un rythme annuel", les mots "très voisin de l'objectif".