

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

Sont présents*: le Gouverneur de la Central Bank of Ireland et Président du Comité, M. Murray, accompagné par MM. Breen, Reynolds et Murphy; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par MM. Janson et Vanden Branden; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl, Jennemann et von Rosen; 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. Szasz 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. Boyer de la Giroday; 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. 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 114e séance

Le Président indique que le secrétariat n'a reçu que quelques amendements essentiellement de caractère rédactionnel. Compte tenu de ces modifications qui seront insérées dans le texte définitif, le procès-verbal de la 114e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

* Le Gouverneur de la Norges Bank, M. Getz Wold, participe à la discussion du point II de l'ordre du jour.

** Texte définitif, approuvé lors de la séance du 13 décembre 1977, et ne représentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

Le Président rappelle qu'à la dernière réunion du Comité des Gouverneurs, il a été fait mention de la proposition de la Commission en matière de fixation et de publication d'objectifs monétaires quantitatifs; il invite M. Ortoli à donner un bref commentaire sur ce sujet.

M. Ortoli indique qu'en vue d'éviter la délitescence de la Communauté, il est nécessaire d'entreprendre des efforts sérieux qui devraient être appliqués de plus en plus au domaine de la coordination des politiques économiques. Les possibilités de progresser dans ce domaine sont renforcées par deux éléments:

- Nombre de pays ont choisi une ligne de politique à peu près identique qui s'inspire largement de la lutte contre l'inflation et à terme, contre le sous-emploi.
- La conception des mécanismes de la politique économique (politique monétaire, politique budgétaire et politique des revenus) a évolué et on assiste à l'amorce d'une philosophie commune sur la gestion de l'économie.

Les économies des pays membres de la CEE sont unies à un tel degré - à cet égard il y a lieu de rappeler que les échanges intracommunautaires portent en moyenne sur 10% du produit intérieur brut des pays membres et sur un pourcentage encore plus élevé de la production industrielle - que la coordination des politiques économiques est un élément important de cohérence et de complémentarité, comme cela s'est à nouveau confirmé dans le contexte du ralentissement récent de l'activité économique.

Dans cet esprit, la coordination des politiques économiques nationales devrait être renforcée dans les trois domaines ci-après.

- Politique budgétaire: Les orientations en matière de politiques budgétaires, orientations non publiées et couvrant le volume et le déficit des budgets, devraient être complétées pour tous les pays par des réflexions sur le mode de financement des déficits publics et l'impact de l'ensemble du secteur public sur l'économie.
- Politique de change: A ce sujet, certains travaux sont en cours et il faudrait réfléchir, le moment venu, aux possibilités de renforcer la coordination en matière de politique de change.
- Politique monétaire: La Commission est en faveur d'une publication, au niveau communautaire, des objectifs intermédiaires comme une sorte d'expression des politiques monétaires menées par les

pays membres de la CEE. La mise en pratique de cette idée se heurte cependant à deux problèmes: d'une part, les objectifs intermédiaires nationaux ne sont pas forcément les mêmes, pour des raisons pratiques ou de structure, d'autre part, il convient de trouver, pour la coordination au niveau communautaire, les méthodes qui respectent la répartition des compétences en cette matière dans chacun des Etats membres. Ces deux problèmes nécessitent encore des réflexions approfondies qui devraient être entreprises notamment en collaboration avec le Comité des Gouverneurs.

M. Zijlstra pose deux questions à M. Ortoli.

- Lors de la séance de septembre du Comité des Gouverneurs, M. Ortoli a annoncé son intention "de rendre visite aux différents Ministres et Gouverneurs dans le courant du mois d'octobre" (cf. procès-verbal de la 114e séance, page 15). Est-ce que M. Ortoli a pu donner suite à son intention que les Gouverneurs aient accueillie favorablement, ou sinon est-il encore décidé de faire ses visites dans le courant de novembre?

- La fixation des objectifs monétaires intermédiaires figure à l'ordre du jour de la session du Conseil du 21 novembre 1977. Or, cette question est d'une importance capitale, comme M. Ortoli l'a indiqué; elle doit donc être préparée très soigneusement, en particulier par le Comité des Gouverneurs, mais jusqu'à présent celui-ci n'en a pas été saisi.

M. Ortoli précise qu'il n'a pu réaliser son intention que partiellement, étant donné le nombre des pays membres de la CEE ainsi que l'absence dans certains pays de gouvernements. Néanmoins, il pense poursuivre les visites et discuter avec ses interlocuteurs principalement les modalités de fixation et de publication des objectifs monétaires ainsi que l'utilité d'envisager également des objectifs à moyen terme.

En ce qui concerne la seconde question posée par M. Zijlstra, M. Ortoli suppose que le Conseil du 21 novembre ne prendra pas une décision et se limitera probablement à un premier débat de la question.

Le Président conclut de cette discussion que la Commission aura des contacts avec les Gouverneurs sur la question de la publication des objectifs monétaires intermédiaires au niveau communautaire, avant qu'elle présente des propositions officielles et concrètes.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de septembre et octobre 1977 et des premiers jours de novembre: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du Rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

A. Discussion du Comité

Le Président souhaite la bienvenue à M. Getz Wold qui participe, conformément à la formule convenue avec le Comité des Gouverneurs, à la discussion de ce point de l'ordre du jour. Il signale qu'il a fait adresser une invitation également au Gouverneur de la Sveriges Riksbank pour donner à celui-ci l'occasion de commenter les événements qui ont entouré la sortie de la couronne suédoise du "serpent". Tout en remerciant de cette invitation, M. Nordlander a estimé que les faits parlent d'eux-mêmes et il a exprimé l'espoir d'un retour de la couronne suédoise au sein du "serpent" dans un avenir proche.

Le Président propose en outre qu'en raison du temps limité et de l'ordre du jour chargé, M. Heyvaert ne présente pas son rapport sur la concertation.

M. Getz Wold fait remarquer que le 28 août 1977, la couronne norvégienne n'a pas été dévaluée de 5%, comme il a été indiqué dans le rapport daté du 13 septembre 1977 sur l'évolution des marchés des changes; on a plutôt réajusté les cours limites d'intervention dans le cadre du "serpent", ce qui s'est traduit par une dévaluation d'environ 2,5% sur une base pondérée ou en termes du panier du FMI.

Le "serpent" continue de constituer un système très utile bien que la Norvège regrette que la Suède, qui est avec le Royaume-Uni son partenaire commercial le plus important, ait quitté le "serpent".

Au cours de l'année 1977, la Norges Bank est intervenue à la vente pour un montant net d'environ 500 millions de dollars, représentant le solde de larges mouvements dans les deux sens. Après la détente observée en septembre, au cours de laquelle la couronne norvégienne s'est inscrite en hausse, la banque centrale norvégienne a dû céder 192 millions de dollars en octobre et 72 millions de dollars au cours de la première semaine de novembre, dont 30 millions le lundi 7 novembre. Le comportement de la couronne norvégienne et l'ampleur des interventions destinées à son soutien sont liées à deux facteurs: d'une part, la situation de la liquidité qui est

actuellement assez abondante - d'où un niveau relativement bas des taux d'intérêt - alors qu'elle a été plutôt resserrée au cours des mois précédents; d'autre part, le déficit de la balance des paiements courants qui, en 1977, sera le second en importance dans le monde, soit 5 milliards de dollars EU, dont 3 milliards au cours des sept premiers mois de cette année. Le déficit devrait être ramené, en 1978, à 3 milliards de dollars; il devrait faire place à un équilibre en 1979 et à des excédents à partir de 1980. De la sorte, le remboursement des dettes extérieures ne devrait pas poser de difficultés.

Par ailleurs, l'importance des chiffres d'intervention est surestimée. En effet, les coûts de la mise en valeur du pétrole de la Mer du Nord qui s'élèvent pour un seul champ à 8 milliards de dollars, sont couverts par des emprunts contractés à l'étranger. Le produit de ces emprunts est cédé sur le marché des changes ou à la banque nationale et, en 1977, ces recettes en devises ont dépassé les ventes effectuées par la Norges Bank sur les marchés des changes, de sorte que les réserves extérieures officielles ont augmenté dans une mesure considérable depuis le début de l'année et se trouvent actuellement à un niveau assez confortable.

M. Getz Wold conclut en disant que les autorités norvégiennes estiment pouvoir maintenir la situation actuelle qui est à considérer, en tout cas, comme temporaire.

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

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

III. Réponse au mandat concernant les propositions belges d'amélioration des mécanismes de concours mutuel au sein de la Communauté que le Conseil des Communautés européennes a confié au Comité des Gouverneurs le 18 juillet 1977 et a confirmé le 17 octobre 1977: Examen du rapport des Suppléants en date du 31 octobre 1977; Préparation du rapport du Comité des Gouverneurs au Conseil.

Le Président invite M. Breen à présenter brièvement le rapport établi par les Suppléants.

A. Exposé de M. Breen

M. Breen indique que le rapport des Suppléants a été élaboré pour répondre à la demande formulée par le Comité des Gouverneurs lors de sa séance du 13 septembre 1977, d'étudier les propositions belges. Ce rapport porte exclusivement sur le mécanisme de soutien monétaire à court terme.

Depuis que les Gouverneurs ont demandé cette étude, le Conseil a pris note, au cours de sa réunion du 17 octobre 1977, du Rapport intérimaire du Comité des Gouverneurs et a prié ce dernier de lui présenter un rapport définitif, dont le Conseil devra être en possession en temps opportun pour l'examiner à sa session du 21 novembre. La date choisie par le Conseil soulève une question de procédure qui sera traitée plus tard.

S'inspirant des discussions qu'ont eues les Gouverneurs en septembre dernier, les Suppléants ont accordé une attention toute particulière d'une part à la détermination éventuelle de critères justifiant l'aménagement du dispositif de soutien monétaire à court terme et, d'autre part, aux enseignements susceptibles d'être tirés des expériences faites par les banques centrales qui ont, soit utilisé ce mécanisme, soit envisagé d'y recourir. Les Suppléants ne sont toutefois pas parvenus à des conclusions unanimes sur aucun de ces sujets. Comme cela s'est déjà produit lorsque des aménagements des quotes-parts et des rallonges ont été envisagés, il n'a pas été possible de définir des critères objectifs recueillant l'assentiment général. De plus, les expériences des banques centrales, exposées dans le rapport des Suppléants, ne représentent que les points de vues des banques centrales concernées, étant donné qu'aucun accord général n'a pu être obtenu sur l'interprétation de ces expériences.

Dans ces conditions, il n'est pas surprenant que les Suppléants se soient trouvés dans l'impossibilité de tirer de leur étude des conclusions ralliant tous les suffrages. Tout au plus leur a-t-il été possible de résumer à la fin de ce rapport les questions fondamentales qui restent posées, à savoir:

- 1) Une modification du système de soutien monétaire à court terme est-elle justifiée?

2) Dans l'affirmative, est-il souhaitable

- d'augmenter le montant de la facilité,
 - d'allonger la durée des crédits,
- avec, en contrepartie, un renforcement de certaines dispositions de l'accord instituant ce système?

Les Suppléants ne peuvent s'estimer satisfaits de l'absence de tout progrès vers l'adoption d'une position commune, et ils regrettent cet état de choses. Le fait qu'aucun compromis n'a pu être réalisé montre à quel point les positions sont opposées.

La question des procédures de présentation au Conseil des opinions définitives des Gouverneurs n'a pas manqué de retenir l'attention des Suppléants. Ceux-ci suggèrent que le secrétariat prépare, après la présente réunion, un projet exposant les vues unanimes des Gouverneurs. Ce projet sera soumis à ceux-ci et le texte définitif devrait être mis au point par la procédure écrite, de façon qu'un rapport puisse être remis au Conseil en temps utile avant sa session.

B. Discussion du Comité

Le Président remercie les Suppléants de leur travail qui est précieux pour la discussion des Gouverneurs et dont la valeur n'est pas réduite par le fait que les Suppléants n'ont pas abouti à une opinion unanime. Il appartient maintenant aux Gouverneurs de chercher un consensus.

M. Emminger indique que l'Allemagne est parmi les pays qui, au cours des discussions, ont estimé qu'il n'existe pas d'arguments suffisants pour l'augmentation proposée du soutien monétaire à court terme. Le raisonnement de la Bundesbank se retrouve dans les textes soumis au Comité des Gouverneurs, mais il semble utile de rappeler les faits ci-après.

- A la différence du concours financier à moyen terme dont les montants sont restés inchangés depuis l'institution de ce système en mars 1971, le volume du soutien monétaire à court terme a été relevé considérablement en mars 1974. Il existe donc plus d'arguments pour une adaptation du concours à moyen terme dont les plafonds d'engagements, dans l'hypothèse d'un doublement, ne se trouveraient qu'au niveau actuel des quotes-parts créditrices du soutien monétaire à court terme.
- Les expériences du passé ne prouvent pas l'existence d'un besoin important et fréquent du soutien monétaire. En effet, ce crédit

n'a été utilisé effectivement que dans un seul cas, tandis que la seconde fois la banque centrale n'a même pas fait usage de la facilité qui lui avait été accordée. D'autre part, la plupart des grandes crises de change des dernières années ont entraîné des mouvements de devises d'un ordre de grandeur tel que les facilités offertes par le soutien monétaire à court terme (ou par n'importe quel système préétabli) étaient insuffisantes et devaient être complétées par la mise en place d'arrangements ad hoc. La Bundesbank est toujours disposée à participer à de tels arrangements, et à cet égard il est à rappeler le rôle important qu'elle a joué dans l'opération mise en oeuvre en 1976 en faveur de la livre sterling et dans l'octroi d'un crédit de 2 milliards de dollars EU à un autre pays membre de la CEE.

- L'idée qu'un relèvement des quotes-parts entraînerait une extension des facilités de financement à très court terme dans le cadre du "serpent", milite plutôt contre l'adaptation proposée du soutien monétaire à court terme. En effet, un développement trop fort des crédits disponibles entre les pays membres du "serpent" aurait pour conséquence d'affaiblir la discipline monétaire collective et d'entrer en conflit avec l'objectif d'un contrôle efficace de la masse monétaire, objectif que M. Ortoli vient de mettre en relief avec beaucoup de vigueur.

Dans le souci de permettre d'arriver à un accord unanime et en vue d'éviter que le Comité des Gouverneurs ne présente aux Ministres un rapport de carence sur une question qui relève de la compétence des banques centrales, M. Emminger propose, à titre de compromis:

- de laisser inchangées les quotes-parts,
- de doubler les rallonges débitrice et créditrice qui s'élèveraient donc chacune à 3 milliards d'UCME, soit près de 4 milliards de dollars EU.

Cette proposition présente l'avantage que, dans les cas de crise, les ressources pourraient être utilisées d'une manière plus concentrée. D'autre part, le doublement des rallonges devrait s'accompagner d'une disposition stipulant qu'un seul pays ne pourrait tirer, au maximum, que la moitié de la rallonge débitrice. De cette façon, deux grands pays auraient la

possibilité de tirer sur le soutien monétaire à court terme, chacun jusqu'à concurrence de près de 2,8 milliards de dollars.

Le Président se félicite de l'esprit constructif de la proposition faite par M. Emminger, qui pourrait servir de base de discussion.

M. de Strycker remercie également les Suppléants de leur travail précieux. Il pense, comme M. Emminger, qu'il est indispensable d'arriver à l'unanimité et il est heureux de l'attitude positive qu'a manifestée le Président de la Deutsche Bundesbank. Toutefois, avant de se prononcer sur une proposition qui n'est présentée que maintenant en séance, il aimerait être sûr de la portée d'un doublement des rallonges pour les possibilités de tirage des débiteurs potentiels et pour les obligations des pays en excédents appelés à contribuer au financement.

M. Emminger indique que l'utilisation des rallonges créditrice et débitrice est soumise aux dispositions de l'article II, paragraphe 4, dont il donne lecture. La proposition de la Bundesbank signifierait qu'en cas de besoin, un pays pourrait revendiquer, en plus de sa quote-part, une rallonge de 1.500 millions d'UCME, soit au total, pour un grand pays, un soutien de 2,7 à 2,8 milliards de dollars EU. Deux tirages de cette ampleur pourraient être financés en même temps. En revanche, une utilisation du soutien qui dépasserait cet ordre de grandeur ne serait pas possible faute de contrepartie créditrice suffisante.

M. Ortoli fait remarquer que la proposition de M. Emminger n'entraîne aucune augmentation de la capacité d'endettement d'un pays individuel, et ne fait qu'élargir le nombre des pays susceptibles de pouvoir bénéficier, le cas échéant, du soutien.

M. Baffi n'oublie pas les aides octroyées par les autorités allemandes dans le passé et se félicite de l'attitude ouverte que M. Emminger a manifestée à l'égard d'éventuelles actions de soutien dans l'avenir. Ces actions, cependant, ne devraient pas s'inspirer d'une bienveillance bilatérale, mais revêtir plutôt un caractère multilatéral.

En ce qui concerne la proposition de compromis que la Banca d'Italia est disposée à accepter, il aimerait savoir:

- si la durée des crédits disponibles resterait inchangée, vu que six mois ne sont pas suffisants pour permettre le renversement des flux des capitaux,
- si le degré de conditionnalité ne serait pas renforcé,
- si le doublement des rallonges remplacerait la révision quinquennale du soutien qui doit avoir lieu dans environ un an.

En réponse à la dernière question de M. Baffi, M. Emminger suggère d'insérer dans le procès-verbal, d'une part, que la décision sur le doublement des rallonges ne préjugerait pas d'autres révisions éventuelles; d'autre part, que les Gouverneurs se réserveraient le droit d'examiner, avant l'expiration du délai de 5 ans, l'opportunité d'aménager le soutien. La proposition belge a déjà rompu cette périodicité. Une nouvelle occasion pour la révision des quotes-parts pourrait se présenter également en liaison avec l'adhésion de nouveaux membres à la CEE. En revanche, on ne devrait pas nécessairement reprendre la question du soutien monétaire d'ici un an.

En ce qui concerne la question de la conditionnalité, les Suppléants ont déjà mis en relief que le soutien monétaire à court terme ne se prête pas à des conditions de politique économique et budgétaire, ces politiques ne relevant pas de la compétence des banques centrales. Dans le domaine de la politique monétaire, la fixation des objectifs intermédiaires et le respect de ces objectifs font déjà d'objet d'examens qui sont faits à intervalles réguliers et indépendamment d'un octroi éventuel du soutien monétaire.

Enfin, la durée des crédits disponibles dans le cadre du soutien monétaire devrait rester inchangée; pour les besoins de financement à plus long terme, il faudrait recourir au concours financier à moyen terme ou aux facilités correspondantes du FMI. Il y a lieu de rappeler, en outre, que dans les cas exceptionnels les Gouverneurs peuvent aller au-delà de la durée de deux fois trois mois.

M. Zijlstra soutient la proposition allemande qui, à son avis, est la meilleure solution. L'adaptation proposée n'irait pas trop loin et permettrait d'arriver à un accord unanime qui est absolument nécessaire pour les raisons évoquées par M. Emminger.

M. Hoffmeyer reconnaît également la nécessité de se mettre d'accord aujourd'hui sur la question du soutien monétaire à court terme. Il convient

toutefois de faire une distinction très claire entre les quotes-parts et les rallonges. Ces dernières revêtent déjà un caractère ad hoc et leur doublement ne représente pas un grand pas en avant, si l'on tient compte des événements intervenus au cours des années écoulées. D'autre part, le système des quotes-parts est également important pour les facilités de financement à très court terme dans le cadre du "serpent". Or, certains pays membres de ce mécanisme auraient souhaité disposer d'une marge de financement suffisante qui leur permettrait d'avoir le temps et les moyens nécessaires jusqu'au moment où les mesures visant à rétablir la confiance dans leurs monnaies provoquent un renversement des mouvements de devises.

M. Hoffmeyer est prêt à accepter la proposition allemande à condition que ces précisions soient insérées dans le procès-verbal de la présente séance.

M. de Strycker souligne que, d'après l'accord instituant le soutien monétaire à court terme, la rallonge débitrice ne constitue pas un droit de tirage et la rallonge créditrice ne comporte aucun engagement de contribuer au financement d'un tirage. Les rallonges représentent au mieux une déclaration d'intention de la part des Gouverneurs de prendre en considération, dans les cas particuliers où les circonstances le justifient, d'une part la majoration des possibilités de tirage d'un pays en déficit, d'autre part la redistribution parmi les créditeurs d'un montant dépassant leurs quotes-parts créditrices. Par conséquent, les rallonges ne donnent pas à un pays l'assurance d'obtenir le crédit dont il peut éventuellement avoir besoin.

La proposition faite par M. Emminger, toute intéressante qu'elle soit, est insuffisante parce qu'elle reste dans le domaine des déclarations d'intention qu'on ne ferait que confirmer. Certes, M. Emminger a raison lorsqu'il dit que l'assistance mutuelle, notamment de la part de la Bundesbank, n'a jamais manqué dans les cas de besoin, mais si l'on suivait ce raisonnement, on pourrait renoncer à tout système préétabli de concours mutuel. Or, le grand mérite du soutien monétaire à court terme est précisément d'établir certains droits et obligations et d'assurer ainsi la coopération monétaire entre les pays membres de la CEE. Si les Gouverneurs reconnaissent cette raison d'être du système, ils devraient procéder de temps à autre à une révision du système en vue de l'adapter aux circonstances auxquelles les banques centrales ont à faire face.

Les quotes-parts du soutien monétaire à court terme sont les seules à pouvoir fournir à chaque banque centrale l'assurance d'obtenir les crédits voulus; comme elles sont hors de proportion avec les perturbations auxquelles les banques centrales peuvent être confrontées, il conviendrait d'accompagner le doublement des rallonges d'un ajustement des quotes-parts. Si quelques créditeurs potentiels hésitent d'accepter les majorations proposées par la Belgique, il faudrait au minimum doubler les quotes-parts débitrices.

En ce qui concerne l'aspect de la conditionnalité, il est vrai que les politiques monétaires de l'ensemble des pays membres de la CEE retiennent et doivent retenir encore davantage dans l'avenir l'attention des Gouverneurs, mais il serait souhaitable qu'au-delà des examens réguliers, les Gouverneurs conviennent de procéder à un examen approfondi de la situation monétaire d'un pays bénéficiant d'un soutien substantiel.

M. Clappier se déclare d'accord sur le fond avec l'opinion exprimée par M. de Strycker; il pense, comme M. Ortoli, que la proposition présentée en tant que compromis par M. Emminger n'élargirait pas les possibilités de crédit d'un pays déterminé, mais permettrait éventuellement à deux pays de bénéficier pleinement et en même temps du soutien monétaire. Or, l'évolution observée depuis un certain temps sur les marchés des changes met en évidence que les quotes-parts débitrices actuelles sont insuffisantes pour faire face aux risques à court terme auxquels une banque centrale peut être confrontée. Par ailleurs, on ne doit pas négliger la position des pays créditeurs qui s'inquiètent du risque d'une utilisation trop large du soutien monétaire.

Dans ces conditions, on pourrait envisager deux voies de sortie, à savoir:

- soit développer et concrétiser davantage les possibilités d'accords ad hoc que M. Emminger a évoquées,
- soit envisager une augmentation des quotes-parts débitrices pour une période limitée, de 3 ou 4 ans par exemple, à la fin de laquelle on reverrait la situation à la lumière de l'expérience acquise dans l'intervalle.

M. Clappier estime que la proposition de compromis allemande ne constitue pas un progrès suffisant dans la voie de la coopération monétaire européenne, pour qu'il vaille la peine de la présenter au Conseil comme un accord des Gouverneurs.

M. Ortoli partage les opinions exprimées par MM. de Strycker et Clappier. Les quotes-parts représentent un élément central de l'aménagement du soutien monétaire car elles sont seules à comporter des garanties et des engagements véritables.

M. Pöhl admet qu'il peut y avoir des crises où les montants prévus dans le système du soutien monétaire à court terme, même après doublement des rallonges (avec limitation à la moitié pour tout demandeur), s'avèreraient encore insuffisants. Dans une telle hypothèse, la CEE en tant que telle ne serait pas en mesure de fournir la totalité de l'assistance nécessaire et il faudrait alors faire appel à d'autres concours auxquels pourraient participer également des pays hors de la CEE, par exemple les Etats-Unis, le Japon ou les pays de l'OPEP. Un soutien comme le crédit de 5,2 milliards de dollars EU qui a été octroyé en 1976 en faveur de la livre sterling, n'aurait pu être mis en oeuvre par les seuls pays de la CEE.

Le Président pense que l'accord ne prévoit pas un accès automatique aux quotes-parts débitrices et que, de ce fait, la distinction entre le caractère des quotes-parts et celui des rallonges ne doit pas être surestimée. Il insiste sur la nécessité d'un accord si l'on ne veut pas courir le risque de voir les Ministres ou même peut-être les Chefs d'Etat, lors du Conseil européen de décembre, se saisir de la question du soutien monétaire et trancher à la place des Gouverneurs.

M. de Strycker indique que la proposition allemande ne constitue pas un compromis, car elle ne donne aucune assurance supplémentaire que les pays membres obtiendront et accorderont des crédits plus importants. En revanche, un compromis devrait être possible sur les montants porteurs de cette assurance supplémentaire.

M. Emminger met en garde contre le danger d'isoler la question du soutien monétaire à court terme du contexte général. Dans le domaine où il est possible d'exercer une influence sur les politiques économiques en vue d'un renforcement de la coordination de ces politiques, à savoir le concours financier à moyen terme, les autorités allemandes sont prêtes à accepter une solution qui va largement dans le sens des propositions belges. En revanche, s'agissant du soutien monétaire à court terme, elles pensent que la majoration des quotes-parts ne constitue pas un élément de nature à améliorer la coopération monétaire communautaire. En effet, dans la plupart des cas où un besoin de financement se fait sentir, il est très

probable que ce besoin ne pourra pas être couvert par une majoration des quotes-parts, mais nécessitera le recours aux rallonges et éventuellement, au-delà, à des arrangements de crédit ad hoc.

M. Emminger est prêt à accepter la suggestion d'insérer dans l'Accord un clause prévoyant un examen particulier de la situation monétaire d'un pays bénéficiant d'un soutien monétaire, bien qu'il pense que le lien entre l'utilisation du soutien monétaire et la coordination des politiques économiques est déjà établi par l'article III, paragraphe 1. Il partage l'opinion exprimée par le Président que les quotes-parts et les rallonges ne diffèrent pas sensiblement les unes des autres en ce qui concerne les droits et les obligations qu'elles comportent.

Le Président se demande si l'on ne pourrait pas arriver à un compromis en insérant dans l'Accord la présomption qu'un seul pays ne serait habilité à utiliser, au maximum, que la moitié de la rallonge élargie, présomption qui pourrait cependant être levée dans les cas particuliers. De cette manière on élargirait non seulement le total des crédits disponibles, mais aussi, le cas échéant, les possibilités de tirage d'un pays déterminé.

M. de Strycker rappelle que dans chacune des deux crises de change qui ont secoué, en 1976, le franc belge, les interventions que la Banque Nationale de Belgique a dû effectuer en l'espace de quelques semaines seulement, se sont élevées à un montant égal au quadruple des quotes-parts à la Belgique dans le soutien monétaire à court terme. En outre, dans le second cas, les pressions sur le franc belge se sont produites pendant une période dans laquelle le Comité ne se réunissait pas. Par conséquent, si la banque centrale belge avait eu besoin de fonds, elle n'aurait pu les obtenir, étant donné le manque d'automaticité dans le soutien monétaire à court terme.

Le Président attire l'attention du Comité sur la nécessité de prendre une décision.

M. McMahon fait remarquer que les Suppléants ont mis en relief deux types de problèmes.

- d'une part, la nécessité d'adapter le soutien monétaire en fonction des changements intervenus dans le contexte international,
- d'autre part, le risque d'épuisement de la totalité de la rallonge débitrice par le tirage d'un seul pays.

Le compromis pourrait consister à dire que, dans la présente situation, les Gouverneurs se sont limités à remédier à ce dernier défaut au moyen d'un doublement des rallonges; en revanche, il n'ont pas estimé utile de procéder dans l'immédiat à l'extension des possibilités de tirage pour les pays individuels, question sur laquelle ils se proposent de revenir lors de la révision quinquennale qui doit avoir lieu dans un an environ.

M. Emminger souligne que l'amendement qui a été proposé par le Président et qu'il est prêt à accepter signifierait que les possibilités de crédit offertes par le soutien monétaire à un pays déterminé seraient désormais sensiblement accrues. A l'inverse, il n'est pas favorable à l'idée de prévoir une périodicité fixe pour une nouvelle révision du soutien monétaire. Celle-ci devrait avoir lieu plutôt lorsqu'elle apparaîtra appropriée.

Le Président suggère que le rapport à soumettre aux Ministres pourrait présenter l'accord ci-après:

- les rallonges débitrice et créditrice seraient doublées,
- sauf dans les cas où les circonstances le justifient, aucun pays ne pourrait être habilité à utiliser plus de la moitié du total de la rallonge,
- le montant des quotes-parts resterait inchangé, mais les Gouverneurs reviendraient sur cette question en temps utile, éventuellement lors de la révision quinquennale dans un an environ.

M. de Strycker regrette le manque d'unanimité qui s'est manifesté aujourd'hui et estime qu'au lieu d'essayer de dissimuler l'échec de cette réunion, il conviendrait mieux de rapporter aux Ministres que les Gouverneurs n'ont pu se mettre d'accord sur un nouveau progrès dans le domaine de la coopération monétaire.

Le Président pense que le jugement de M. de Strycker ne reflète pas entièrement le débat, car la proposition allemande, telle qu'elle a été amendée, représente une certaine amélioration du système. En outre, il pense que M. Emminger pourrait accepter une formule disant que les Gouverneurs s'engagent à reprendre la question des quotes-parts d'ici au plus tard mars 1979.

M. de Strycker indique qu'il ne peut pas s'associer à une présentation qui créerait l'illusion que les Gouverneurs ont fait un pas en avant dans la voie de la coopération monétaire. Aux yeux des autorités belges qui considèrent la majoration des quotes-parts débitrices comme une partie

essentielle de leurs propositions, le doublement des rallonges n'est pas une solution satisfaisante.

En réponse à une question du Président, M. de Strycker précise qu'il souhaite un rapport objectif présentant les différentes positions.

Le Président pense que le rapport devrait donc exposer les divers points de vues et en particulier mentionner le désaccord et la proposition alternative.

M. Richardson suggère de dire qu'il y a eu unanimité sur la nécessité de la coopération monétaire, même si les vues ont été partagées sur la question de savoir dans quelle mesure il est nécessaire de concrétiser cette coopération par des formules précises.

Le Président apprécie la formule présentée par M. Richardson et invite le secrétariat à établir un projet de rapport aux Ministres dont le texte définitif sera mis au point ensuite par la procédure écrite.

Se référant à la remarque de M. de Strycker sur le manque de progrès dans la coopération monétaire, M. Pöhl considère, au contraire, qu'on réalise un progrès remarquable. En effet, d'une part la majoration des quotes-parts a été la seule question du soutien monétaire sur laquelle on n'a pu s'entendre; d'autre part, en ce qui concerne le concours financier à moyen terme, le Comité monétaire s'accordera la semaine prochaine pour recommander aux Ministres un doublement des plafonds d'engagements de ce mécanisme de crédit, accompagné de certaines modifications relatives à la conditionnalité, aux possibilités de non-participation et à la mobilisation.

IV. Examen du Rapport No 11 établi par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse sur la situation monétaire des pays de la CEE

Le Comité convient de reporter cet examen à la prochaine séance en décembre.

V. Analyse de la 103e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison du manque de temps, le Comité ne procède pas à cette analyse.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

Désignation du Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs

Le Président indique que le Comité est appelé à désigner un nouveau Secrétaire Général au 1er janvier 1978. En effet, à cette date, M. d'Aroma cessera ses fonctions de Directeur Général Adjoint de la BRI, tout en restant pendant l'année 1978 Conseiller Spécial de la Banque. Le Président propose de:

- désigner, à partir du 1er janvier 1978, le Dr Schleiminger - qui va succéder à M. d'Aroma en tant que Directeur Général Adjoint de la BRI - comme Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs,
- confirmer M. Bascoul dans ses fonctions de Secrétaire Général Adjoint du Comité des Gouverneurs.

Le Comité marque son accord sur les propositions faites par le Président.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 13 décembre 1977 à 10 heures.

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

SEPTEMBRE ET OCTOBRE 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 les mois de septembre et d'octobre 1977 et les premiers jours de novembre 1977.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Après le calme des premières semaines de septembre, au cours desquelles le comportement des principales monnaies ne s'est pas modifié très sensiblement, les marchés des changes se sont agités à nouveau.

Les mesures monétaires et fiscales de relance économique prises ces derniers temps notamment au Japon et en Allemagne n'ont pas empêché l'apparition de dégagements en dollars au moment où l'accent fut mis, notamment lors de l'Assemblée générale du Fonds Monétaire International, sur l'ampleur du déficit de la balance commerciale aux Etats-Unis.

Cet accès de méfiance à l'égard du dollar se traduit par une demande de monnaies jugées fortes, à savoir le yen japonais, le franc suisse, le mark allemand et la livre sterling.

La conviction largement répandue sur les marchés que les autorités de Washington ne s'opposeraient pas à une dépréciation de leur monnaie et souhaitent un ajustement à la hausse de certaines autres devises a contribué à entretenir la tension. Celle-ci s'est encore accentuée, après une courte

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

pause due à l'amélioration de la balance commerciale américaine en septembre, à l'annonce, le 31 octobre, de la décision des autorités britanniques de laisser flotter librement la livre.

Comme en juillet, les interventions nettes des banques centrales d'Europe et du Japon et le relèvement des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis ont freiné sans doute le recul du dollar. Finalement, pour l'ensemble des deux mois écoulés, celui-ci accuse cependant une baisse très sensible presque partout. Il recule d'environ 6,50% à Zurich et à Tokyo, de près de 5% à Londres et de 3% à Francfort. Ailleurs, son repli depuis le 31 août se situe, en général, entre 1 et 2%.

L'attrait vers le mark n'a pas engendré de tensions particulières dans le "serpent", sa hausse ayant pu se matérialiser entièrement à l'intérieur des marges de fluctuations et ce malgré les écarts fort différents (de 0,17% à Oslo à 3% à Francfort) enregistrés vis-à-vis du dollar par les monnaies qui participent au système. Le mark qui, en septembre, avait fait l'objet d'interventions de la Danmarks Nationalbank à son cours plancher ou légèrement en deçà, s'est, en fin du même mois, détaché de sa limite inférieure à Copenhague. Il est monté rapidement à la deuxième position dans la bande communautaire, non loin de la couronne danoise, malgré les achats relativement importants de dollars EU effectués entre-temps par la Bundesbank.

A la suite du redressement du mark, le franc belge a occupé le bord inférieur du "serpent". Durant la seconde quinzaine d'octobre, il y a toutefois été remplacé par la couronne norvégienne. Celle-ci s'est, en effet, repliée de façon constante sur toutes les places d'Europe, nonobstant le soutien qui lui a été apporté par la Norges Bank.

La couronne danoise, au contraire est, après sa récente dévaluation, restée cotée au-dessus de ses nouveaux taux-pivots dans le système de rétrécissement des marges. En fin de période, elle précédait encore le mark de 0,60%. Sa prime à l'égard des autres monnaies était beaucoup plus marquée: le florin était en effet séparé de la couronne danoise par un écart de 1,75% tandis que la couronne norvégienne, rejointe à ce moment par le franc belge, en était éloignée d'un peu plus de 2%.

Les monnaies flottantes ont évolué de manières très différentes. Ainsi, le franc suisse et le yen se sont appréciés fortement à New York et, dans des mesures variables mais un peu moins marquées, sur toutes les places européennes.

La hausse du franc suisse, qui s'était déjà amorcée durant les mois précédents s'est accélérée brusquement. Pour les deux derniers mois, elle se chiffre par un peu plus de 4% à l'égard du mark allemand de sorte que le cours de ce dernier à Zurich est tombé en dessous du pair, soit à FS 99 pour DM 100 le 31 octobre contre FS 103,20 deux mois auparavant. Vis-à-vis du dollar EU, le franc suisse a atteint son niveau le plus haut de l'après-guerre, presque deux fois plus élevé que celui noté début 1970. Depuis début mars 1977, il a progressé de près de 15% à New York. Cette ascension n'a été ralentie que de manière éphémère par l'interdiction faite aux banques suisses de vendre la monnaie nationale à terme, à des non-résidents, pour une période inférieure à un mois. De même, les achats de dollars de la Banque Nationale Suisse n'ont eu qu'un impact limité bien qu'ils aient été au cours du troisième trimestre, supérieurs aux cessions faites à des emprunteurs étrangers de francs suisses. Les entrées de capitaux en Suisse comprennent vraisemblablement un volume non négligeable de remboursements d'emprunts antérieurs effectués par des non-résidents.

Le yen s'est également raffermi vigoureusement en termes de dollar EU en dépit d'importants achats de dollars effectués en octobre par la Banque du Japon. Il se situe actuellement au niveau le plus élevé depuis la dernière guerre mondiale. L'introduction de mesures fiscales et monétaires n'a pas empêché le déclenchement d'une demande spéculative de yens s'appuyant essentiellement sur la capacité concurrentielle du Japon sur les marchés commerciaux étrangers.

D'autres monnaies se sont raffermies moins nettement vis-à-vis du dollar EU et sont demeurées pratiquement inchangées à l'égard de l'ensemble des monnaies du "serpent". C'est le cas du franc français et de la couronne suédoise qui ont, tous deux, gagné environ 1,50% à New York. Toutefois, alors que la Banque de France est intervenue à plusieurs reprises à la vente de dollars et de marks, la Sveriges Riksbank a pu poursuivre la reconstitution de ses réserves de change, sans même que le taux de change effectif de la couronne accuse un coefficient de dépréciation égal à celui de la dévaluation de 29 août 1977.

Les cours de la livre sterling ont évolué de même jusqu'au 28 octobre; mais la stabilité du taux de change effectif du sterling ne put être maintenue jusqu'alors que moyennant des achats extrêmement importants de dollars de la Bank of England. Les baisses successives du "minimum lending rate", ramené de 7 à 5%, n'ont pas découragé durablement les entrées de fonds en Grande-Bretagne. Finalement, considérant les répercussions qu'entraînerait la poursuite des interventions sur l'évolution de la masse monétaire, le gouvernement britannique décida de ne plus freiner la hausse de la livre. C'est ainsi qu'en termes de dollar EU le sterling a progressé de 3,50% le 31 octobre par rapport au jour ouvrable précédent et d'un peu plus de 5% depuis le 31 août: la hausse atteint près de 18% par rapport au minimum historique noté il y a environ un an. L'indice de son taux de change effectif (base 100 = cours centraux fixés fin décembre 1971) accuse un mouvement moins brutal puisqu'il est remonté à 64,30, contre 62,33 deux mois auparavant.

Enfin, la lire italienne est presque inchangée vis-à-vis du dollar dont elle a continué de suivre assez fidèlement les fluctuations. La Banca d'Italia a pu dans ces conditions acquérir des dollars dans une mesure appréciable.

Par contre, le dollar canadien s'est affaibli à nouveau très nettement sur toutes les places malgré le soutien de la Banque du Canada. A New York, il s'est replié de 2,80% à l'issue des deux mois écoulés. Pour la première fois depuis mai 1970, il est tombé en dessous de son ancienne parité et a même atteint le niveau le plus bas depuis les années trente. La situation politique, la diminution des emprunts à long terme à l'étranger et la réduction de l'écart entre les taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis et au Canada figurent parmi les causes de la lourdeur du dollar canadien.

II. INTERVENTIONS AU MOYEN DE DOLLARS

Les interventions au moyen de dollars des banques centrales participant à la concertation ont porté sur des montants à nouveau plus élevés que ceux de la période bimestrielle précédente. Le total des achats, en forte hausse, se chiffre par \$17,1 milliards, celui des ventes par \$5,6 milliards.

Ce sont les banques centrales dont la monnaie flotte qui ont ensemble procédé aux achats nets de loin les plus importants malgré les ventes nettes de la Banque de France et de la Banque du Canada. Parmi elles, celles qui sont membres de la Communauté économique européenne ont acquis par solde un total de \$7,6 milliards, les autres \$2,9 milliards.

Quant aux banques centrales du "serpent", elles ont acheté un montant global net de \$1 milliard, ce qui représente pour la plus grande part les acquisitions de la Bundesbank.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes effectuées par les banques centrales du "serpent" ont été limitées à un total de 120 millions d'unités de compte. A concurrence d'un quart environ, elles ont été faites en vue d'éviter l'élargissement, à 2,25%, de l'écart entre, d'une part, la couronne danoise et, d'autre part, le mark allemand, le franc belge et le florin. Les autres l'ont été aux cours extrêmes officiels du franc belge et du mark allemand par rapport à la couronne danoise: une faible part de celles-ci a été financée temporairement par l'entremise du FECOM.

D'autre part, la Banque de France et la Banque Nationale Suisse sont intervenues en marks, la première à la vente, la seconde à l'achat, pour un volume global d'environ 180 millions d'unités de compte.

* * *

L'attention est restée principalement fixée durant les quatre premiers jours ouvrables de novembre, d'une part sur le dollar EU au sujet duquel de multiples déclarations ont encore été publiées, d'autre part sur les effets de la décision de laisser flotter librement la livre sterling.

Après avoir enregistré un nouveau repli marqué le 1er novembre le dollar s'est redressé sensiblement sur la plupart des marchés, sauf à Tokyo et à Zurich.

Les cours de la livre ont enregistré des fluctuations considérables d'abord en hausse, ensuite en repli. Par rapport au 31 octobre, la livre sterling s'inscrit finalement en baisse sur toutes les places, dans des mesures variables; elle atteint environ $1\frac{1}{4}\%$ par rapport au dollar, réduisant à 1,75% l'avance réalisée au lendemain de la décision britannique.

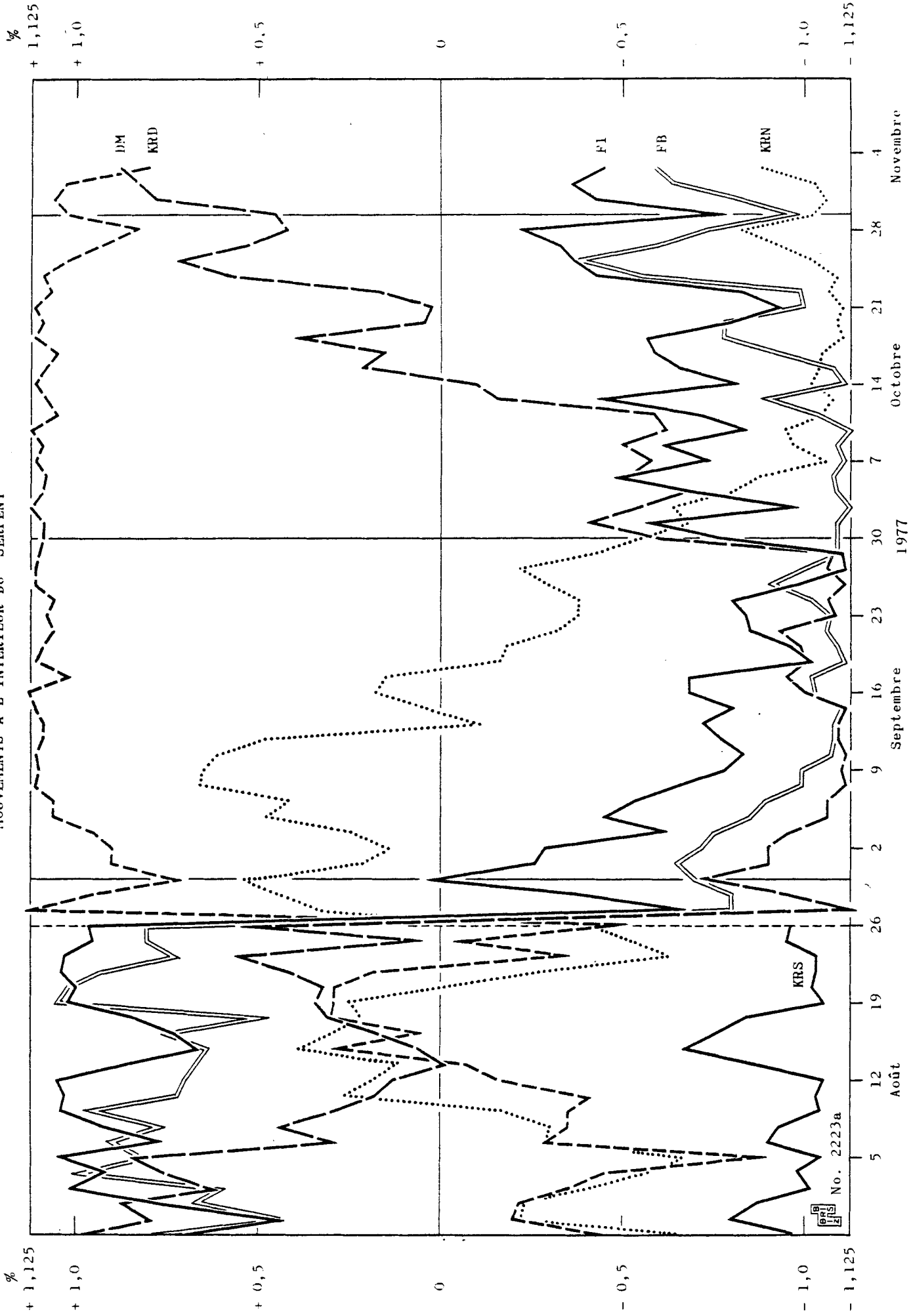
Dans le groupe des monnaies qui participent au système européen de rétrécissement des marges, la couronne danoise et la couronne norvégienne se sont quelque peu repliées vis-à-vis des trois autres partenaires. L'écart entre ces deux couronnes scandinaves, qui mesure celui du "serpent", s'élevait à un peu plus de 2% le 4 novembre.

Alors que le franc français a évolué en moyenne parallèlement aux monnaies du "serpent", la lire a enregistré à l'égard de celles-ci une avance pareille à celle du dollar américain. Le franc suisse et surtout le yen s'inscrivent encore en progrès parfois sensible sur tous les marchés.

L'importance des interventions en dollars des banques centrales s'est réduite sauf dans quelques cas. Parmi ceux-ci, relevons les achats de la Banque du Japon et de la Banca d'Italia; plusieurs autres banques centrales ont d'autre part procédé à quelques ventes au total peu importantes cependant.

Enfin, une banque centrale de la Communauté qui n'est pas membre du "serpent" a complété ses interventions à la vente en dollars par des cessions de marks allemands d'un montant total relativement modéré.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"



Le réalignement des taux pivots à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 29 août 1977, s'est traduit par une dépréciation de 5% pour la KRKD et la KRN. A cette même date la KRS a quitté le serpent.

Note: A partir du 1er septembre 1977, les mouvements sont calculés sur la base des cours officiels.

3 novembre 1977

FRS
No. 2223a