

PROCES-VERBAL *
DE LA CENT-SEIZIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 DECEMBRE 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 O'Connor; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl et 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 et Timmerman; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Directeur général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Mosca, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Morelli; 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 MM. Schleiminger et Lamfalussy.

I. Approbation du procès-verbal de la 115e 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 115e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 10 janvier 1978, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

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

A. Exposé de M. Heyvaert

M. Heyvaert fait remarquer qu'on assiste à une nouvelle crise de change, caractérisée par l'extrême nervosité des marchés, l'ampleur des mouvements de cours et celle des interventions des banques centrales. Il y a eu alternance de périodes "d'offensive du marché" et de périodes qu'on peut appeler "d'attente et d'observation" ou "de repli stratégique devant les mesures prises par certaines banques centrales et leurs opérations d'intervention".

En particulier, ces toutes dernières semaines et encore à présent, les opérateurs se sont montrés hypersensibles et ont réagi violemment aux informations d'ordre économique, aux déclarations et aux rumeurs de toutes sortes. La confiance ne renaîtra pas durablement grâce aux seules déclarations: celles-ci n'ont pas le pouvoir de faire des miracles. Le marché attend des actes et des résultats positifs.

La vulnérabilité du dollar EU, qui s'explique essentiellement par l'importance considérable des balances dollars a éclaté dans ce qui fut, à certains moments, un véritable chaos, à l'occasion des mouvements de capitaux importants qui se sont produits vers la Suisse, le Japon et l'Allemagne. A plusieurs reprises, il fut fort difficile, voire impossible d'obtenir dans le marché un cours acheteur pour le dollar, particulièrement en Allemagne.

Si l'on compare les cours du 9 décembre à ceux de fin octobre, on constate que les monnaies du "serpent" ont progressé vis-à-vis du dollar dans des mesures qui vont de 2% (pour le franc belge) à 2,90% (pour le DM). Seule la couronne danoise se retrouve inchangée en termes de dollars. Cela traduit l'effet d'entraînement bien connu, mais montre également le changement de positions qui s'est produit à l'intérieur du "serpent" où le DM s'est isolé rapidement en tête en opposition au FL, au FB et aux couronnes danoise et norvégienne, seul le FL n'ayant jamais touché le point d'intervention.

Parmi les autres monnaies, le FS et le yen se détachent très nettement avec une avance de 4,30% pour le FS et de 3,40% pour le yen. Mais alors que la plus grande partie du progrès de ces deux monnaies a été réalisée en

novembre, celle du DM (2,90%) l'a été début décembre; en effet, l'intérêt s'était concentré surtout sur le DM, sous l'influence de nouvelles rumeurs persistantes de réalignements de parités entre les monnaies du "serpent", le FS retenant un peu moins l'attention et le yen beaucoup moins.

Le redressement sensible du dollar canadien amorcé depuis quelques jours lui a finalement permis de reprendre près de 1,50% par rapport au dollar EU.

Au contraire, le FF, la livre et aussi la couronne suédoise finissent en baisse de près de $\frac{1}{4}$ % par rapport au dollar. La lire italienne enfin est pratiquement inchangée en termes de dollar. Les trois monnaies de la CEE qui ne font pas partie du "serpent" se sont donc dépréciées en moyenne arithmétique simple de $2\frac{1}{4}$ % environ par rapport à l'ensemble des monnaies de celui-ci.

Les interventions ont été importantes en dollars et en DM. Pendant la période du 1er novembre au 9 décembre 1977, le volume total des interventions en dollars s'est élevé à l'achat à 7,3 milliards de dollars EU; à la vente, il a atteint 3,9 milliards de dollars EU dont 1,6 milliard au titre de conversions effectuées par la Bundesbank et la Banque Nationale Suisse réunies, du produit d'emprunts étrangers libellés en DM et en francs suisses.

Les interventions en DM ont porté sur l'équivalent de 1.325 millions de dollars EU, dont 65% par les banques centrales membres du "serpent", 15% par la Banque de France et 20% par la Federal Reserve Bank of New York.

Pour la Bundesbank, les interventions à l'achat en dollars EU (net) et en d'autres monnaies contre DM ont donné lieu à l'émission de monnaie nationale pour l'équivalent de 2.750 millions de dollars EU. De leur côté, les partenaires de la Bundesbank au sein du "serpent" ont vendu des dollars EU pour un montant de 1,4 milliard, et des DM pour l'équivalent de 1,1 milliard de dollars EU.

Les interventions en DM ont été financées à concurrence de 40% à travers le FECOM, de 12% dans le cadre de l'Accord bilatéral entre la Bundesbank et la Norges Bank, de 16% par règlement direct en dollars EU et de 10% par prélèvement sur les réserves; le solde de 22% a été couvert par tirages sur l'Accord de swap entre la Federal Reserve Bank et la Bundesbank.

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Heyvaert de ses explications détaillées et complètes; il fait remarquer qu'on assiste en fait actuellement à une période

turbulente et qu'il serait utile d'entendre les résultats des discussions qui se sont tenues sur ce sujet dans d'autres enceintes.

M. Zijlstra indique que les problèmes concernant le dollar ont été discutés d'une manière approfondie lors de la réunion des Gouverneurs du Groupe des Dix ainsi que lors du dîner de la veille. L'accord est général pour dire que l'évolution récente de la valeur du dollar est due à des facteurs psychologiques, ou en d'autres termes, à une perte de confiance à laquelle une monnaie de réserve comme le dollar EU est particulièrement sensible. En ce qui concerne les mesures à prendre pour faire face à cette perte de confiance, les autorités américaines restent assez hésitantes, voire réticentes, à l'égard d'actions en matière de politique d'intervention, bien que la discussion du lundi donne l'impression d'un certain début d'évolution dans l'attitude américaine.

Il a été reconnu que les autorités américaines ne disposent pas des réserves en devises nécessaires pour des actions en matière de politique d'intervention; ces autorités ont cependant certaines possibilités, à savoir:

- recourir aux accords de swap existants: à cet égard, il est important que les autorités américaines ne proclament pas trop l'intention de dénouer les opérations de swap à leur échéance naturelle si l'on ne veut pas compromettre la crédibilité de ces opérations;
- mobiliser le stock d'or: cette possibilité soulève quelques difficultés politiques qui ne semblent pas cependant être insurmontables;
- emprunter sur les marchés des capitaux qui fourniraient des ressources à moyen terme.

Les interlocuteurs américains ne se sont pas prononcé sur ces possibilités mais il était utile de les discuter.

Un autre sujet du débat a été la politique monétaire et des taux d'intérêt. A cet égard, il a été souligné que les autorités des Etats-Unis, comme de tout autre pays, devaient tenir compte des répercussions de leurs politiques sur le plan extérieur. En outre, comme les Etats-Unis ont enregistré, en 1976 et pour le premier semestre de 1977, un déficit appréciable en compte capital - du même ordre de grandeur que celui en compte courant - il serait nécessaire qu'ils encouragent les importations de capitaux et découragent les exportations de capitaux.

En ce qui concerne l'économie réelle, on a souligné les décalages entre les cycles conjoncturels aux Etats-Unis et ailleurs ainsi que le danger d'inflation que comporterait une politique de relance. L'adoption du plan d'énergie par le Congrès américain aura certainement un effet psychologique bénéfique, mais les effets réels ne devraient se faire sentir qu'après un certain temps.

Le Président remercie M. Zijlstra de son exposé. Bien qu'une politique d'intervention ne soit pas susceptible de mettre fin à toutes les difficultés, une action des autorités américaines en cette matière serait certainement indiquée dans le climat actuel d'une perte de confiance dans le dollar. Pour l'instant, on peut donc prendre acte d'un certain changement d'attitude des autorités américaines et on pourra revenir éventuellement sur ce sujet lors de la séance de janvier.

M. Richardson souligne que l'élément le plus positif dégagé des discussions d'hier a été la manifestation d'une certaine évolution dans la pensée américaine.

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

Le Comité adopte le rapport dans le texte annexé au présent procès-verbal, qui sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. 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 Président remercie M. Bastiaanse et son groupe d'experts des travaux excellents qu'ils ont entrepris pour le Comité des Gouverneurs dans leur nouveau rapport, et invite M. Bastiaanse à présenter ce rapport.

A. Exposé de M. Bastiaanse

M. Bastiaanse se limite à attirer l'attention du Comité des Gouverneurs sur les éléments suivants.

- En vue de faciliter la lecture du rapport, les experts ont estimé utile de faire précéder chaque section de la première partie du rapport par un bref résumé en italique.

- L'évolution des agrégats monétaires et de crédit en tant que telle a été relativement satisfaisante en 1977.
- En ce qui concerne les politiques à suivre en 1978, les experts ont estimé que les pays qui peuvent se permettre, du point de vue externe, de s'engager dans une politique de relance, devraient se servir, à cette fin, des politiques budgétaires et fiscales au lieu de la politique monétaire.

B. Discussion du Comité

Le Président rappelle que l'Addendum, daté du 5 décembre 1977, a mis à jour le Rapport No 11 et présente deux questions qui pourraient figurer au centre des discussions des Gouverneurs.

M. Baffi soulève quelques points de fond en indiquant que s'ils sont retenus, ils impliquent en corollaire un point de procédure.

Bien qu'il apprécie hautement le travail effectué par les experts, à son avis, ni le rapport ni l'Addendum ne fournissent une base suffisante pour répondre aux questions que pose M. Bastiaanse à propos des rôles relatifs des politiques budgétaire et monétaire.

Le choix des instruments dépend pour le moins de l'existence de taux de change fixes ou flottants et du degré d'indexation. La question de savoir dans quelle mesure le choix des instruments dépend du régime de taux de change a fait l'objet d'une étude théorique, notamment par Mundell - auquel il a été fait référence lundi soir lors du dîner des Gouverneurs - dans un contexte analogue, à savoir la politique monétaire et de change des Etats-Unis.

Le rôle de super-experts ne convient pas aux Gouverneurs qui sont des hommes d'expérience susceptibles de se prononcer sur la viabilité politique d'actions que suggérerait l'analyse théorique. Mais, pour que les Gouverneurs puissent se prononcer en parfaite connaissance de cause, l'analyse elle-même doit être faite à fond et eu égard aux divers cadres institutionnels des différents pays.

L'une des conclusions générales que semble permettre de tirer l'Addendum au rapport est que nous devrions, en matière d'évolution monétaire, nous

tracer une voie et nous y tenir. Mais que se passera-t-il si, par exemple, cette voie se révèle incompatible avec l'équilibre extérieur? Quel compte faudra-t-il tenir de l'incidence de l'orientation choisie sur le niveau des taux d'intérêt? Plusieurs questions de ce genre ne peuvent manquer de se poser. Une autre préoccupation est que la préférence des experts pour la stimulation budgétaire n'est pas rendue dépendante de la nature des dépenses supplémentaires. Dans le cas de l'Italie, ces dépenses supplémentaires consistent essentiellement en transferts courants aux ménages, qui ne stimulent pas directement les investissements. Dans ces conditions, il semble que l'expansion monétaire est peut-être préférable, sous réserve de la contrainte que constitue la balance des paiements.

Pour conclure, il y a au moins trois points que les experts devraient approfondir, à savoir:

- 1) relation entre le choix des instruments et le régime de change,
- 2) relation entre le choix des instruments et le degré d'indexation des revenus,
- 3) ajustement de l'orientation fixée en matière monétaire en cas de troubles survenant dans la situation extérieure ou sur le marché financier.

M. Baffi propose que les discussions des Gouverneurs commencent ultérieurement, après réception des réponses. Le travail préliminaire pourrait être confié à un comité directeur composé d'économistes de banques centrales qui pourrait se réunir à la BRI et siéger aussi longtemps qu'il le faudrait.

M. de Strycker marque sa reconnaissance pour le travail effectué par M. Bastiaanse et son groupe. L'intervention de M. Baffi montre la complexité des problèmes sous revue et la difficulté de se prononcer sur tel ou tel objectif ou instrument de la politique monétaire.

Le rapport fait ressortir également la diversité des structures, des habitudes et des institutions des pays membres; vu cette diversité, il serait malaisé de concevoir une manipulation de la politique monétaire d'une manière plus ou moins uniforme. Cette constatation n'est pas dépourvue d'intérêt car elle met en garde contre le danger de s'engager dans une harmonisation qui n'est pas réalisable.

Les experts se sont intéressés davantage au développement du crédit, notamment celui octroyé au secteur public. Ils devraient cependant approfondir ces études en examinant les différents besoins de financement des

secteurs public et privé, la manière de couvrir ces besoins et la création monétaire qui en résulte. De cette manière, on pourrait confronter l'approche du crédit global et celle de la masse monétaire et en déduire quelques conclusions en ce qui concerne le choix des instruments et les méthodes pour les mettre en oeuvre.

M. Emminger indique que les considérations des experts sur la politique monétaire en 1978 s'inspirent de la philosophie selon laquelle la politique monétaire doit viser les objectifs à moyen terme, tandis que les instruments de la politique fiscale doivent être utilisés pour des actions à court terme. Dans l'esprit de cette philosophie, qui est partagée en Allemagne par la plupart des milieux universitaires et aussi par la Bundesbank, le gouvernement a récemment mis en oeuvre un important plan de relance conjoncturelle entraînant, par rapport à 1977, une augmentation du déficit des budgets publics de 17 milliards de DM.

Dans la situation actuelle, la Bundesbank se trouve devant un dilemme. En effet, le taux d'accroissement de la monnaie de banque centrale est nettement supérieur à la norme fixée par la Bundesbank et les autres agrégats monétaires et de crédit progressent également fortement. En revanche, l'économie réelle est frappée de stagnation; la demande globale nominale ne devrait s'accroître que de 6 à 6 $\frac{1}{2}$ %. Il s'est ainsi constitué un excédent de liquidité qui n'était pas prévu à la fin de 1976 où on avait escompté une augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie. Compte tenu de la constitution de cet excédent de liquidité, le Conseil des Sages a recommandé de fixer un objectif modeste pour l'année 1978, objectif dont la réalisation nécessiterait la mise en oeuvre d'une politique monétaire restrictive. La Bundesbank toutefois ne suivra pas cette recommandation et ne s'engagera pas dans une politique restrictive avant d'être sûre de l'activation des encaisses thésaurisées; or celle-ci pourrait n'avoir lieu que dans un ou deux ans, quand l'économie aura vraiment repris. La banque centrale est donc forcée de s'écarter délibérément de la notion de politique monétaire à moyen terme et d'adopter une visée à plus court terme.

Le rapport entre la politique monétaire et les taux de change est un autre problème brûlant. Après avoir dû créer de la monnaie de banque centrale à concurrence de 8 milliards de DM, en contrepartie des interventions à l'achat effectuées sur les marchés des changes, la Bundesbank se retrouve

dans une situation partiellement comparable à celle des parités fixes, c'est-à-dire une situation où la création de monnaie lui est imposée dans une certaine mesure par les événements sur le front extérieur. Si cette situation continue, il sera très difficile de choisir entre l'élasticité du cours de change et l'absorption des capitaux et ses dangers inflationnistes.

M. Zijlstra fait remarquer qu'en approfondissant les problèmes de la gestion monétaire, on touche de façon inévitable à tous les problèmes économiques et financiers. Le "Groupe Bastiaanse" s'est limité à étudier une catégorie de ces problèmes, à savoir la politique budgétaire qui a un grand impact sur la politique monétaire. Si l'on veut cependant prendre en considération tous les problèmes sur lesquels les professeurs se penchent depuis des années, on risque de s'écarter trop de la politique monétaire. Dans cet esprit, il ne semble pas utile, comme M. Baffi l'a proposé, d'étudier le degré d'indexation dans les économies.

Les travaux du "Groupe Bastiaanse" ont montré combien il est difficile de coordonner les politiques monétaires. Il importe cependant, malgré les obstacles de poursuivre la voie dans laquelle on a déjà fait quelques progrès et pour laquelle le travail préparatoire effectué par le "Groupe Bastiaanse" est extrêmement valable.

En ce qui concerne les observations faites par M. Emminger sur le dilemme dans lequel se trouve la Deutsche Bundesbank, M. Zijlstra indique qu'il est d'un avis différent. Les autorités monétaires seraient bien conseillées de poursuivre une politique à moyen terme, car une telle approche contribue également à la réalisation d'objectifs à court terme. Aux Pays-Bas, la politique monétaire est fondée sur un objectif de croissance réelle à moyen terme de 3,5% par an. Si, comme en 1977, le taux d'accroissement réel est inférieur à cet objectif, la politique monétaire garde son cours; elle contribue de la sorte à stimuler l'économie, tandis que l'excédent de liquidité est activé et absorbé dans la seconde phase du cycle conjoncturel. Une même visée à moyen terme inspire la politique budgétaire néerlandaise; cette orientation assure une stimulation dans la phase faible de la conjoncture et un freinage dans la période ascendante du cycle. Bien entendu, des actions discrétionnaires dans certaines situations de graves déséquilibres sont toujours possibles.

M. Zijlstra souhaite que le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse continue son travail de la manière habituelle et approfondisse d'une part

la question de la relation entre la politique monétaire et la politique budgétaire, d'autre part le problème du conflit entre les objectifs à court terme et à moyen terme.

M. Richardson félicite M. Bastiaanse et son groupe d'experts du travail accompli. Il indique que les autorités monétaires britanniques continuent de chercher à réaliser l'objectif qu'elles se sont fixé en matière de croissance monétaire. A cette fin, la politique de change a été modifiée fin octobre et le "minimum lending rate" a été relevé le 25 novembre. Si on voulait stimuler l'économie on se servirait de la politique budgétaire et non de la politique monétaire. En effet, la politique budgétaire revêt actuellement un caractère beaucoup plus restrictif que la politique monétaire et elle peut être menée de façon sélective (ce qui est très important dans la situation présente du Royaume-Uni). Une politique monétaire plus accommodante aurait, en revanche, un effet non sélectif et pourrait compromettre les résultats acquis en matière de stabilisation des anticipations inflationnistes, avec toutes les conséquences pour la situation sur les marchés des changes. De surplus, la crainte de voir réapparaître l'inflation pourrait confirmer les investisseurs dans leur attentisme.

Tout en reconnaissant l'utilité du travail effectué par le "Groupe Bastiaanse" qui devrait continuer ses études, M. Richardson présente les deux suggestions suivantes:

- Les responsables de la politique monétaire dans les banques centrales membres de la CEE ainsi que dans celles des pays non membres de la CEE, comme les Etats-Unis, le Japon et le Canada, pourraient se réunir de temps à autre, peut-être sous la présidence du Professeur Lamfalussy, pour échanger leurs réflexions.
- Un groupe de théoriciens de la politique monétaire pourrait approfondir les fondements théoriques et conseiller le "Groupe Bastiaanse".

Le Président pense qu'il faut réfléchir à ces propositions qu'on pourra revoir lors d'une des prochaines séances.

M. Lamfalussy indique qu'à ce stade il préfère se limiter à donner son sentiment général sur la problématique de la gestion monétaire, à laquelle certains Gouverneurs ont fait allusion.

La fixation d'objectifs quantitatifs en matière de croissance monétaire a répondu notamment à trois motivations:

- le désir d'éviter les erreurs commises par les autorités monétaires dans les années 1971 à 1973,
- la nécessité de freiner l'inflation qui s'était accélérée au début des années 1970 dans un climat de suremploi,
- l'influence de la théorie monétariste.

Entre-temps, la situation a changé:

- l'inflation est du type "cost push" et ne peut pas être freinée par des mesures de restriction,
- la faiblesse actuelle de l'activité économique n'est pas de nature simplement cyclique.

En outre, l'argument monétariste selon lequel la fixation d'objectifs quantitatifs peut influencer sur les attentes ne semble être valable que dans les cas où la politique monétaire a été très laxiste dans le passé.

M. Lamfalussy conclut qu'étant donné son actualité pratique, la problématique de la fixation d'objectifs quantitatifs devrait être revue à la lumière des circonstances actuelles.

M. Zijlstra indique qu'il discutera avec M. Lamfalussy au sujet de la première suggestion faite par M. Richardson, et en parlera au Comité lors de la séance de janvier. La seconde suggestion lui semble également intéressante, mais devrait encore être examinée.

M. Hoffmeyer se déclare d'accord sur la procédure proposée par M. Zijlstra.

M. de Strycker fait remarquer à propos des thèses exposées par M. Zijlstra sur la politique monétaire anticyclique, qu'il a certains doutes quant à la possibilité de créer, dans les périodes d'activité économique faible, de la liquidité au-delà des besoins de l'économie. En effet, l'expérience faite par les autorités belges montre que la politique monétaire est beaucoup plus efficace pour freiner la création de liquidités que pour créer des liquidités en abondance et en excès. Toutefois, la situation peut être variable selon les pays et il serait utile que le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse examine ces cas et ces possibilités.

M. Zijlstra répond que la création monétaire réalisée en 1977 a, en fait, correspondu aux intentions des autorités monétaires tandis que la croissance réelle est restée au-dessous du taux souhaité. L'excédent de liquidité est donc un fait réel; selon l'orientation à moyen terme retenue pour la politique monétaire néerlandaise, cet excédent ne sera pas compensé

en 1978 et un nouvel excédent pourrait même se constituer si la croissance est inférieure aux prévisions.

Le Président pense qu'il sera intéressant d'entendre M. Zijlstra parler des résultats de cette politique à la fin de l'année 1978.

M. Mosca pense que le rapport du "Groupe Bastiaanse" a provoqué une discussion très intéressante. La Commission a apprécié le fait que le rapport ébauche une analyse des problèmes qui se poseront à l'avenir. Il est clair que ces problèmes ne peuvent pas être traités d'une manière exhaustive et à plus forte raison réglés, ni par le rapport ni par la discussion tenue aujourd'hui par les Gouverneurs.

Il est essentiel, toutefois, et la Commission insiste à cet égard, que des débats de ce genre aient lieu au niveau communautaire, afin d'aboutir à l'adoption d'objectifs monétaires, à une véritable coordination des politiques monétaires qui complèteraient les efforts déjà réalisés dans le domaine des politiques budgétaires. La Commission ne veut cependant pas imposer aux pays membres de la CEE des solutions déterminées et la discussion d'aujourd'hui a bien montré qu'il y a encore beaucoup de questions à approfondir.

On devrait en particulier mieux tenir compte des répercussions de la politique monétaire poursuivie dans un pays membre sur les économies des autres pays membres, quels que soient les régimes de change en vigueur dans les pays de la CEE. En ce qui concerne la suggestion de créer de nouveaux groupes de travail, dont l'un serait dirigé par M. Lamfalussy, il importe de préserver le caractère communautaire de certains travaux et actions, et de prendre aussi en considération le renforcement de la coordination des politiques monétaires pour lequel le Comité a reçu un mandat du Conseil (voir point V de l'ordre du jour de la présente séance). Il semble également que les Gouverneurs devraient indiquer clairement aux Suppléants ce qu'ils attendent d'eux à propos des rapports du "Groupe Bastiaanse".

M. Emminger est certain que M. Lamfalussy serait un excellent Président pour un nouveau groupe mais le mandat de ce dernier devrait cependant être défini clairement en vue d'éviter des chevauchements et double emplois avec le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse.

Le Président reconnaît le souci de M. Emminger et indique que le Comité devra se prononcer sur la base d'une proposition qui sera faite après la conversation entre MM. Zijlstra et Lamfalussy. En outre, il se demande si M. Bastiaanse a déjà une réaction sur l'une ou l'autre des diverses interventions faites au sujet du rapport.

M. Bastiaanse indique que le groupe s'est tenu au mandat que les Gouverneurs lui ont confié. Ce mandat a été à l'origine limité à l'évolution des agrégats monétaires et n'a été étendu que plus tard aux aspects budgétaires. Les taux de change n'entrent pas vraiment dans le mandat et n'ont donc pas été examinés par les experts. Ceux-ci ont cependant présenté des données et leurs réflexions de nature à permettre aux Suppléants et aux Gouverneurs de couvrir les aspects non compris dans le mandat. Le groupe a peut-être manifesté un certain penchant pour les thèses monétaristes; mais il a tiré également des enseignements des difficultés rencontrées par les politiques monétaires au début des années 1970, ce qui l'a amené à plaider pour une politique monétaire à moyen terme.

Naturellement, certains problèmes, notamment celui de la vitesse de circulation de la monnaie, nécessitent encore des études plus approfondies. Les experts se proposent d'examiner, à la lumière de l'expérience faite au cours des dernières années, les implications d'un changement de la vitesse de circulation pour la politique monétaire.

M. Bastiaanse conclut en remerciant les Gouverneurs de leurs interventions qui constituent un encouragement pour son groupe d'experts.

Le Président clôture la discussion en exprimant sa reconnaissance pour le rapport du groupe qui a provoqué un débat très intéressant. Ce débat a ouvert de nouveaux domaines qui s'offrent à la réflexion des experts.

Le Président signale en outre que le Comité pourrait reprendre, en janvier, la question d'un nouveau groupe dont le mandat devra être bien délimité, notamment par rapport à celui du "Groupe Bastiaanse".

IV. Adaptation de l'Accord du 9 février 1970 instituant un système de soutien monétaire à court terme pour tenir compte des aménagements convenus par le Comité des Gouverneurs dans son rapport au Conseil en date du 17 novembre 1977

M. Breen indique que les Suppléants ont mis au point, sur la base du projet diffusé par le secrétariat, le texte de l'Acte relatif au soutien monétaire à court terme qui est prêt pour la signature.

La plupart des Suppléants n'ont pas estimé opportun de retenir dans le texte de l'Accord lui-même une obligation d'informer le Président du Comité monétaire de tout recours au soutien. On s'est cependant mis d'accord sur l'inscription suivante dans le procès-verbal:

"Il est convenu que le Comité monétaire sera informé de tout octroi de soutien monétaire."

Le Comité marque son accord

- sur le texte de l'Acte relatif au soutien monétaire,
- sur l'inscription dans le procès-verbal du texte cité ci-dessus.

V. Suite à donner au mandat par lequel le Conseil des Communautés européennes a invité, le 21 novembre 1977, le Comité des Gouverneurs à examiner, sur la base de la communication de la Commission du 5 octobre 1977 (document COM (77/443) final), de quelle manière la coordination des politiques économiques et financières des Etats membres pourrait être renforcée

M. Breen indique que les Suppléants se proposent de discuter, en janvier, cette question sur la base d'un document préparatoire de la Commission et de présenter aux Gouverneurs un projet de rapport avant la séance de février.

Le Comité prend note de la procédure proposée par les Suppléants.

VI. Renouvellement des accords de swap conclus entre la Banque de Réserve Fédérale de New York et les banques centrales de la CEE

M. Breen indique que les Suppléants n'ont pas de remarques à formuler sur ce point; ils sont cependant convenus de réexaminer la question des accords de swap déjà en juillet 1978, afin d'être en mesure éventuellement d'étudier et de proposer des modifications avant les prochains renouvellements de fin 1978.

VII. Analyse de la 104e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

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

VIII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

IX. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 10 janvier 1978 à 10 heures.

* * *

A l'issue de la séance, le Président rappelle que M. d'Aroma cessera, à la fin de cette année, ses fonctions de Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs et du Conseil d'administration du FECOM qu'il a exercées depuis l'institution de ces deux organismes, respectivement en juillet 1964 et mai 1973. Il exprime à M. d'Aroma la sincère et profonde gratitude des Gouverneurs pour les services éminents et précieux qu'il a rendus au Comité des Gouverneurs et au Conseil d'administration du FECOM. Les Gouverneurs, et en particulier tous ceux qui ont assumé la Présidence du Comité, ont hautement apprécié le talent avec lequel M. d'Aroma a rempli ses fonctions et a su constituer et animer un secrétariat de grande qualité.

Le Président demande à M. d'Aroma d'accepter ces quelques mots comme une expression très imparfaite de la reconnaissance et des sentiments des Gouverneurs, et il lui présente ses meilleurs vœux pour l'avenir.

En outre, le Président souhaite la bienvenue à M. Schleiminger qui succédera à M. d'Aroma à partir du 1er janvier 1978 en tant que Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs et du Conseil d'administration du FECOM.

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

NOVEMBRE 1977

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

La demande de monnaies fortes, qui s'était déjà manifestée avec acuité précédemment, a redoublé de vigueur durant la seconde quinzaine de novembre. Motivés par l'évolution des balances commerciales ou la faveur traditionnelle attachée à certaines monnaies, les mouvements qui en résultent sont évidemment facilités par l'existence de balances dollars considérables. Ce n'est que durant les tout derniers jours de ce mois qu'est apparu un certain répit.

Ce courant d'achats s'est concentré sur trois devises: le franc suisse, le yen et le mark allemand. Celles-ci se sont, en conséquence, inscrites en nouvelle hausse sur tous les marchés. Sur plusieurs d'entre eux, notamment à New York, elles ont atteint leur niveau historiquement le plus élevé.

Le franc suisse a enregistré l'avance la plus spectaculaire. En un seul mois, il a progressé de 3% en termes de dollar EU et de 2% vis-à-vis du mark de sorte que son gain depuis le début de janvier 1977 s'élève respectivement à 13% environ et à 7%.

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

Au Japon, la banque centrale, tout en étant contrainte de laisser s'apprécier sa monnaie durant les premières semaines de novembre, est intervenue à de nombreuses reprises pour ralentir le mouvement.

Dans le même but, elle a instauré un coefficient de réserve obligatoire visant à stériliser la moitié de l'augmentation des avoirs étrangers en yen. Le 24 novembre, elle a accru massivement ses interventions et est alors parvenue à arrêter la progression du yen. Quelques jours plus tard, après que le cours du dollar eût été ainsi maintenu au cours de 240 yen, la monnaie japonaise a amorcé un repli lorsque le nouveau gouvernement nippon a exprimé sa volonté de réduire l'excédent de son commerce extérieur. Ce repli semble, par entraînement, avoir contribué à alléger temporairement les pressions spéculatives qui s'exerçaient en faveur des autres monnaies fortes. Finalement, par rapport au 31 octobre, la hausse du yen se chiffre par 2,50% à l'égard du dollar EU; depuis le début de cette année, elle atteint près de 20%.

La progression du mark allemand est moins accentuée: à New York, elle se limite à 1,10% en novembre et à 5 $\frac{1}{2}$ % depuis le début de l'année. La Bundesbank est également intervenue à l'achat de dollars; comme la Banque Nationale Suisse, elle en a recédé une partie dans le cadre de la conversion du produit d'emprunts de non-résidents en marks allemands. Le mark a été utilisé également au soutien d'autres monnaies européennes.

Sa fermeté a, en effet, ravivé les tensions au sein du "serpent". Dès la mi-novembre, la monnaie allemande s'est isolée au bord supérieur de la bande communautaire tandis que la couronne danoise, qui avait occupé cette position en permanence depuis le réalignement du 29 août 1977, s'en éloignait nettement en dépit de ventes de dollars de la Danmarks Nationalbank et reculait en un mois de 2 $\frac{1}{4}$ % vis-à-vis du mark.

Les trois autres monnaies participant au système de fluctuations limitées se sont maintenues, relativement proches les unes des autres, dans la partie inférieure de la bande. Parmi elles, ce sont la couronne norvégienne et le franc belge qui ont dû recevoir le soutien le plus important. Durant la plus grande partie du mois, la couronne norvégienne est demeurée à proximité de son cours plancher tout d'abord à Copenhague et ensuite à Francfort. Elle a été soutenue essentiellement par des ventes importantes de dollars de la Norges Bank et, pour un montant minime, au point d'intervention en mark. À la fin du mois, sous l'effet, entre autres, d'un manque

de liquidités en Norvège, elle s'est raffermie brusquement et est montée légèrement au-dessus de son cours pivot à Copenhague et à Amsterdam. A partir de ce moment, c'est le franc belge qui a atteint la limite de 2,25% à Francfort. Le soutien nécessaire lui a été apporté à la fois contre marks et contre dollars.

Le florin s'est dans l'ensemble montré plus résistant. Toutefois, dans le courant de la première moitié du mois, il s'était affaibli de façon sensible en raison notamment de l'évolution de la balance des paiements courants des Pays-Bas. Le relèvement des taux d'intérêt à court terme à Amsterdam et quelques ventes de dollars par la Nederlandsche Bank ont permis au florin d'effacer progressivement le recul initial. Fin novembre, le florin, tout comme les couronnes norvégienne et danoise, était traité $\frac{1}{2}\%$ environ au-dessus de son point inférieur d'intervention à Francfort, le franc belge étant seul soutenu à l'égard du mark allemand.

Les autres devises ont évolué de manières divergentes. Toutes, cependant, s'inscrivent en recul non seulement à l'égard des monnaies fortes mais aussi, bien que dans une mesure plus réduite, vis-à-vis de la plupart de celles qui participent au système de fluctuations limitées. A l'exception de la lire italienne, elles se sont également toutes affaiblies en termes de dollar EU.

Durant les premiers jours de novembre, la livre sterling a perdu environ la moitié de la forte hausse qu'elle avait enregistrée à la fin d'octobre; elle a été ensuite relativement stable, avec même une légère tendance à l'appréciation, pendant le reste du mois de novembre. Par solde, la Bank of England n'est pratiquement pas intervenue sur les marchés des changes. Le "minimum lending rate" a augmenté de 2%, en date du 25 novembre. L'indice du taux de change effectif de la livre sterling calculé par la Bank of England a diminué de 64,3 le 31 octobre à 63,3 le 30 novembre (base 100 = cours centraux fixés fin décembre 1971).

Le franc français aussi est orienté à la baisse. Celle-ci se chiffre par $\frac{1}{2}\%$ à l'égard du dollar et par un peu plus de 1,50% par rapport au mark. Ce repli est lié à une détérioration du climat social en France et à l'incertitude qui entoure le résultat des prochaines élections législatives. La Banque de France a majoré les taux du marché monétaire et a procédé à des interventions dans le marché des changes au moyen de dollars et de marks.

La couronne suédoise perd également $\frac{1}{2}\%$ environ à New York. La lire italienne qui y enregistre, au contraire, une avance de près de $\frac{1}{4}\%$, a témoigné d'une bonne tenue si l'on tient compte, en outre, des achats de dollars que la Banca d'Italia a pu poursuivre dans le marché.

Enfin, le recul du dollar canadien, qui s'était amorcé il y a plusieurs mois déjà, s'est ralenti: en novembre, il s'est limité à $\frac{1}{4}\%$ en termes de dollar EU.

II. INTERVENTIONS AU MOYEN DE DOLLARS

Les interventions effectuées au moyen de dollars par les banques centrales participant à la concertation ont encore porté sur des montants importants. Toutefois, le total des achats, soit \$6,4 milliards, est inférieur au montant record atteint précédemment alors que celui des ventes, soit \$3,5 milliards, s'est maintenu à un niveau très élevé.

Les opérations de toutes les banques centrales du "serpent", sauf la Deutsche Bundesbank, se soldent par des ventes nettes qui ne s'expliquent que par le souci de limiter les tensions à l'intérieur du système. L'ensemble de ces ventes, où il convient de souligner l'importance de celles de la Norges Bank, représente le double du solde positif laissé par les opérations de la Deutsche Bundesbank.

Trois des banques centrales de la Communauté qui ne participent pas aux accords de limitation des fluctuations de change sont intervenues pour des volumes globaux non négligeables. Les opérations de la Banca d'Italia ont dégagé un solde net à l'achat important, celles de la Banque de France un solde net à la vente moins élevé, tandis que les opérations de la Bank of England se sont pratiquement équilibrées.

Enfin, dans le groupe des autres banques centrales, les achats de la Banque du Japon forment un total impressionnant. Ceux de la Banque Nationale Suisse sont élevés, mais leur majeure partie couvre la conversion du produit d'emprunts étrangers en francs suisses.

III. LES INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions des banques centrales européennes en monnaies européennes se sont accrues, mais leur volume, quelque peu supérieur à l'équivalent

de 200 millions d'UCME, demeure très modeste. Toutes ont été réalisées au moyen de marks allemands.

Dans le cadre du système de change à fluctuations limitées, elles portent sur un total de 134 millions d'UCME. Celui-ci représente, pour l'essentiel, le soutien apporté au franc belge aux limites convenues et financé presque en totalité auprès du Fonds européen de coopération monétaire. Quelques interventions intramarginales effectuées par la Danmarks Nationalbank et, aux limites, au profit de la couronne norvégienne, forment le complément.

La Banque de France est également intervenue à la vente en marks qu'elle s'est procurés en majeure partie auprès de la Bundesbank contre dollars.

De son côté, la Federal Reserve Bank of New York a procédé à quelques ventes de marks pour une contre-valeur totale de 80 millions de dollars.

* * *

Au répit, d'ailleurs tout relatif, constaté fin novembre, a succédé à nouveau pendant les neuf premiers jours de décembre une vive agitation dans des marchés des changes restés très attentifs et hypersensibles, non seulement aux informations courantes et aux déclarations d'autorités monétaires, mais aussi aux rumeurs de tout genre.

Le dollar EU a enregistré tout d'abord une baisse très sensible, tandis que des tensions plus accusées réapparaissent entre les monnaies qui participent au système de change à fluctuations limitées.

Entre le 30 novembre et le 6 décembre, le recul du dollar vis-à-vis de ces dernières monnaies ainsi que du franc suisse s'est chiffré par 3% en moyenne. A l'égard des autres, le mouvement n'a atteint au maximum que 1,20%.

Au cours des trois journées suivantes, la tendance s'est renversée: le dollar a enregistré une reprise partielle, soit 1,50% en moyenne sur les places du "serpent" et à Zurich, dans des mesures inférieures ailleurs, sauf à Montréal où le recul s'est poursuivi.

Ce redressement n'a pas pour autant éliminé toute tension dans le "serpent" où l'écart maximal par rapport au mark allemand a été atteint

successivement ou simultanément par le franc belge, la couronne danoise et la couronne norvégienne. Seul le florin s'est maintenu légèrement au-dessus de son cours plancher à Francfort.

Parmi les monnaies qui ne participent pas aux arrangements visant à limiter les fluctuations des cours, le franc français, la lire et la couronne suédoise ont connu les écarts les moins marqués par rapport au dollar. Les autres devises enregistrent finalement par rapport à ce dernier une avance comprise entre $\frac{3}{4}$ et $1\frac{1}{2}\%$.

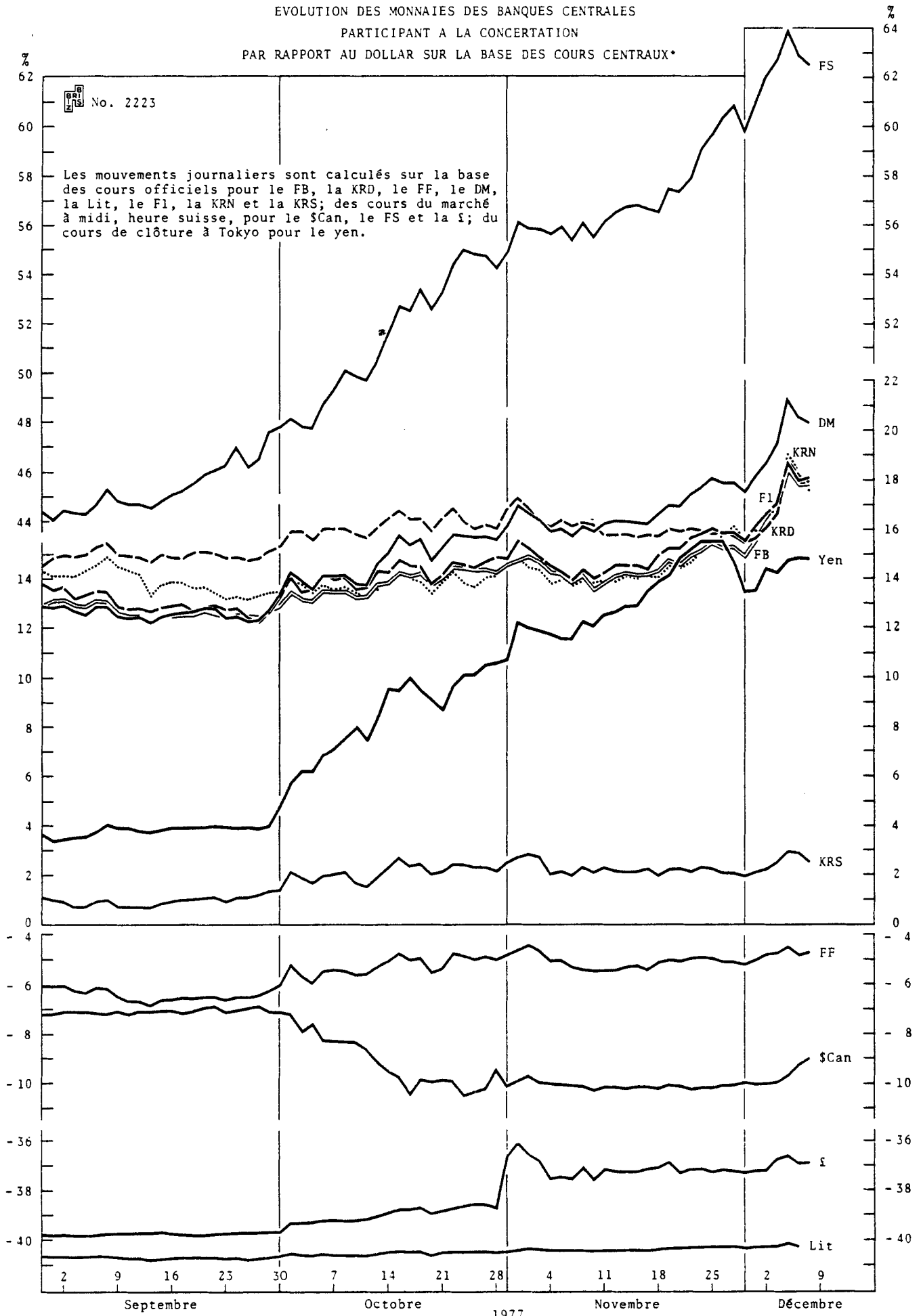
Les interventions ont été importantes. En dollars, le volume total des achats dépasse 2,2 milliards et celui des ventes 1,6 milliard. La hauteur de ce dernier chiffre est attribuable pour la plus grande part aux ventes effectuées par toutes les banques centrales du "serpent", sauf la Deutsche Bundesbank et par la Sveriges Riksbank. Du côté des achats, les soldes les plus élevés s'inscrivent au compte de la Deutsche Bundesbank, de la Banque Nationale Suisse et de la Banque du Canada. La Banque du Japon est la seule à s'être abstenue de toute intervention.

L'utilisation de monnaies européennes au sein du "serpent" a porté au total sur l'équivalent de 650 millions de dollars, dont 82% aux limites et le solde à l'intérieur des marges convenues entre le mark allemand et les autres monnaies du "serpent".

Le recours aux modalités de financement prévues dans les Accords a eu lieu à concurrence de 82% du total ci-dessus.

Enfin, la Banque de France et la Federal Reserve Bank of New York ont procédé également à des ventes de marks allemands pour un total légèrement inférieur à l'équivalent de 300 millions de dollars.

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



* Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3544; FF 4,60414; Fl 2,78118.

* Théoriques, 1 dollar EU =
KRd 7,10121; DM 2,6167; Lit 523,35;
Yen 277,20; KRN 6,24373; KRS 4,90;
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

8 décembre 1977

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

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT" (calculés sur la base des cours officiels)

