

PROCES-VERBAL *
DE LA CENT-DIX-SEPTIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 JANVIER 1978 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Central Bank of Ireland et Président du Comité, M. Murray, accompagné par MM. Breen et Reynolds; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl et Rieke; 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, Muller et de Boer; 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 MM. Mosca et Boyer de la Giroday; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; le Président du groupe d'experts, M. Heyvaert. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Freeland sont aussi présents, ainsi que M. Lamfalussy.

I. Approbation du procès-verbal de la 116e 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 116e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 14 février 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 décembre 1977 et des premiers jours de janvier 1978: 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 résume brièvement les événements observés sur les marchés des changes, en se concentrant en particulier sur la faiblesse du dollar EU et les tensions dans le "serpent" entre le mark allemand et les autres monnaies. Après une certaine accalmie à la fin de l'année, la chute du dollar s'est accentuée à nouveau au cours des premiers jours de janvier en liaison avec l'annonce de changement de Président du Federal Reserve Board. Le communiqué du 4 janvier a entraîné le 5 janvier une reprise brusque du cours de la devise américaine, mais les hésitations qui sont réapparues ensuite semblent indiquer que quelques doutes sur la fermeté des autorités américaines persistent parmi les opérateurs sur les marchés des changes.

Les interventions que les banques centrales participant à la concertation ont effectuées au moyen de dollars EU, dans l'ensemble de l'année 1977, se soldent par un achat net de plus de 34 milliards. Les acquéreurs nets ont été la Bank of England (plus de 18 milliards), la Banca d'Italia (plus de 6 milliards), la Banque du Japon (6,2 milliards), la Deutsche Bundesbank (3,4 milliards), la Banque Nationale Suisse (1,8 milliard) et la Banque de France (1,4 milliard). Les ventes nettes ont été effectuées par la Danmarks Nationalbank (800 millions) et par la Norges Bank (1,2 milliard) ainsi que, avant la sortie, le 29 août 1977, de la couronne suédoise du "serpent", par la Sveriges Riksbank (2,2 milliards). Après cette date, cette dernière banque centrale a racheté 1 milliard de dollars EU.

Pour l'année 1977 entière, les emprunts contractés à l'étranger ont également porté sur des montants très élevés dans le cas des trois pays scandinaves et du Royaume-Uni. En France, le produit des emprunts d'organismes publics qui a été réalisé sur le marché des changes a représenté le double des achats de dollars que la Banque de France a effectués en 1977.

M. Heyvaert conclut en signalant qu'à partir du mois de janvier 1978, les statistiques relatives à la concertation seront exprimées en dollars EU.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé.

B. 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. Suite à donner au mandat par lequel le Conseil des Communautés européennes a invité, le 19 décembre 1977, le Comité des Gouverneurs à examiner, pour le domaine de sa compétence, la communication de la Commission sur les perspectives d'union économique et monétaire (document COM (77/620) final du 17 novembre 1977)

M. Breen indique que les Suppléants ont discuté, le lundi 9 janvier, la forme et le contenu de l'avis à donner par le Comité des Gouverneurs au Conseil sur les deux communications présentées par la Commission au sujet:

- de l'amélioration de la coordination des politiques économiques des Etats membres,
- des perspectives d'union économique et monétaire.

Les Suppléants ont reconnu que les sujets exposés dans les communications susmentionnées sont liés et qu'ils méritent des études approfondies exigeant du temps. Pour cette raison, ils n'ont pas estimé possible d'établir leurs rapports avant la session du Conseil de février; ils se proposent plutôt, d'avoir sur la base de projets préparés par le secrétariat, de longues séances en février et de présenter ensuite au Comité les résultats de leurs discussions.

Le calendrier suggéré par les Suppléants part de l'hypothèse que le Comité monétaire et le Comité de politique économique adopteront un programme analogue pour leurs rapports.

Le Président invite les Gouverneurs:

- à se prononcer sur le calendrier proposé par les Suppléants,
- à présenter leurs réflexions générales sur les problèmes en cause.

M. Ortoli n'a pas d'objections contre le calendrier préconisé par les Suppléants; en effet, la date de février est trop tôt pour permettre un travail préparatoire sérieux auquel il tient beaucoup.

Il est à rappeler que le renforcement de la coordination des politiques économiques s'inscrit dans le cadre de l'objectif de la réalisation de l'union économique et monétaire. Pour obtenir une meilleure convergence des politiques économiques nationales dont un des aspects pourrait être caractérisé par un rapprochement aussi étroit que possible des taux d'inflation, un ensemble de moyens devraient être mis en oeuvre. La politique monétaire fait partie de cet éventail de politiques et, en vue de contribuer à l'objectif susmentionné, il serait nécessaire de dépasser le stade actuel de la coordination des politiques monétaires, tant au niveau du Conseil (où, à l'occasion de l'adoption des rapports annuels, la discussion se limite à l'aspect qualitatif des politiques), qu'au sein du Comité des Gouverneurs (où rares ont été les discussions sur les objectifs monétaires nationaux et leur compatibilité entre eux et avec les objectifs finals communs). La Commission a évoqué l'idée de la fixation et de la publication d'objectifs quantitatifs en matière de croissance monétaire, sous forme d'une fourchette mais elle n'est pas rigide à cet égard et considère plutôt qu'il s'agit d'une contribution à la discussion des méthodes appropriées pour la coordination des politiques monétaires. Elle tient cependant beaucoup à ce que celles-ci, au moment où elles s'établissent, soient confrontées entre elles et avec l'objectif général d'une atténuation des divergences en matière d'inflation.

M. Ortoli annonce qu'il poursuivra le dialogue avec les Gouverneurs sur la manière dont ces différents problèmes pourraient être traités. La Commission est aussi prête à participer aux travaux des Suppléants et à contribuer aux études sur les questions qui sont encore à éclaircir, à savoir la portée et les aspects institutionnels de la politique monétaire ainsi que les problèmes tenant au respect du caractère confidentiel des discussions, au niveau du Conseil, sur les politiques monétaires et surtout les politiques de change.

La Communauté n'a pas encore atteint le degré nécessaire de coordination des politiques nationales; celle-ci se heurte à deux difficultés: d'une part, il y a la tentation de considérer que les problèmes dépassent toujours le cadre des Neuf, alors qu'ils réclament des solutions internationales mais aussi une attitude communautaire; d'autre part, les mécanismes communautaires de coordination revêtent largement un caractère routinier et, dans la mesure où les procédures se déroulent à la vue de l'opinion publique, elles sont assez faibles. La nécessité s'impose donc d'aboutir à un dialogue plus franc qui

pourrait être organisé par exemple de manière bilatérale (Commission - Etats membres, pour préparer le débat à Neuf) ou au sein de groupes restreints.

L'objectif final de l'union économique et monétaire se caractérise par une politique monétaire uniforme, la mise en commun des réserves et une monnaie commune, mais il ne pourra pas être atteint sans étapes intermédiaires et les progrès vers cet objectif final exigeront un effort accru dans le travail quotidien. Si l'on ne progresse pas dans la réalité de la coordination des politiques, la Commission devra proposer, dans le cadre de ses responsabilités, des pas plus ambitieux.

Les discussions visant à une meilleure coordination des politiques monétaires devraient avoir lieu surtout au sein du Comité des Gouverneurs qui est l'enceinte la plus appropriée. En vue d'obtenir de meilleurs résultats, ce Comité devrait cependant consacrer progressivement plus de temps aux débats sur les politiques monétaires et, en outre, améliorer le travail préparatoire.

M. de Strycker marque son accord sur le calendrier et la procédure proposés par les Suppléants ainsi que sur le nouvel appel que M. Ortoli a lancé aux Gouverneurs en vue de donner un caractère plus concret à la mission du Comité des Gouverneurs dans le domaine de la coordination des politiques monétaires. Cette mission est déjà prévue dans la Décision du Conseil des Ministres qui a institué le Comité des Gouverneurs en mai 1964. Certes, au cours des dernières années il n'y a pas eu beaucoup de coordination concrète, et cet aspect devrait être considéré plus attentivement dans le futur; mais l'expérience du passé a déjà permis de dégager certaines conclusions quant aux méthodes les plus appropriées pour la recherche de la coordination des politiques monétaires. Plusieurs documents sont établis et pourraient servir aux examens périodiques des politiques monétaires. Par exemple, les Gouverneurs disposent chaque mois d'une série de documents de travail auxquels ils ont consacré relativement peu de temps pendant les dernières années. L'intervention faite par M. Ortoli amène à penser qu'il serait utile de reprendre l'analyse de ces documents. Cette analyse pourrait être introduite par un exposé de M. Lamfalussy sur les aspects les plus importants et les Gouverneurs pourraient ensuite se prononcer non seulement sur les événements du passé, mais aussi sur les éléments contradictoires qui apparaîtraient éventuellement dans les attitudes des autorités monétaires. La Commission serait

également invitée à attirer l'attention des Gouverneurs sur les développements, les incohérences ou les manques de coordination qui mériteraient un examen approfondi; elle contribuerait ainsi à provoquer des débats plus réguliers et plus ouverts au sein du Comité des Gouverneurs.

M. Lamfalussy se félicite de l'intervention de M. de Strycker et il se déclare très sensible à l'intérêt que les Gouverneurs semblent manifester à l'égard de ses exposés. Toutefois, afin que ces exposés introductifs soient utiles, il faudrait une préparation du genre des documents établis par le groupe de travail No 3 de l'OCDE. Le succès des travaux de ce groupe est dû, mis à part la présidence dont il a bénéficié, à deux raisons:

- Le but limité du groupe: celui-ci confronte et examine la compatibilité des objectifs sans aboutir à une directive ou à un plan d'action commun. De cette façon, on discute très librement et très franchement;
- La préparation des travaux: l'OCDE a une longue tradition et expérience dans ce domaine, elle établit des "issues papers" qui permettent un échange de vues intéressant et constructif.

Si ces deux conditions étaient réalisées, M. Lamfalussy serait prêt à présenter des exposés introductifs.

M. Baffi demande à M. Lamfalussy d'élaborer davantage la procédure proposée. Cette procédure rejoint également le débat que le Comité a tenu en décembre sur la réforme du "groupe Bastiaanse" et sur la création éventuelle d'un nouveau groupe d'économistes qui se réuniraient sous la présidence de M. Lamfalussy.

M. Lamfalussy pense que le Comité a besoin de deux sortes de documents, à savoir:

- Un document décrivant la situation économique générale des pays de la Communauté, dans le cadre mondial, tel qu'il est établi régulièrement par le FMI, le "World Economic Outlook" et l'OCDE;
- Un "issues paper" qui soulèverait des questions, notamment la compatibilité des politiques entre elles et avec un objectif plus ou moins défini en commun.

Ces documents pourraient être établis trois fois par an et seraient remis aux Gouverneurs une semaine avant leur séance. Le Président du Comité resterait naturellement libre de choisir parmi les questions exposées dans ces "papers" ou de donner priorité à d'autres points.

En ce qui concerne le contenu de ces documents, il est entendu que l'accent devrait être mis sur les politiques monétaires tandis que l'ensemble des politiques économiques serait considéré comme le cadre dans lequel les autorités monétaires mènent leurs actions.

M. Emminger se déclare intéressé par les suggestions faites par M. Lamfalussy, mais il fait remarquer qu'outre les conditions évoquées par M. Lamfalussy, une troisième condition est remplie pour le Groupe de Travail No 3; celui-ci dispose de plus de temps que peuvent consacrer les Gouverneurs. En ce qui concerne le contenu des suggestions, il faudrait éviter un double-emploi avec les discussions dans le cadre du FMI, de l'OCDE ou au sein du Comité de politique économique de la CEE et se centrer plutôt sur les questions qui sont de la compétence des banques centrales. Dans ce contexte, il est à rappeler qu'en novembre 1976, le Conseil a invité le Comité monétaire à procéder périodiquement à un examen des objectifs quantitatifs ou qualitatifs que les pays membres poursuivent dans le domaine de la politique monétaire. Ces examens prévoient que chaque délégation expose les objectifs de son pays et explique les raisons des déviations éventuelles par rapport à ces objectifs; les autres délégations ont alors l'occasion de poser des questions ou de faire des commentaires critiques. Il semble utile que le Comité des Gouverneurs retienne cette formule car il est l'organisme le plus approprié pour procéder régulièrement à un examen des problèmes relatifs aux politiques monétaires; les points de discussion concernant un ou plusieurs pays membres devraient être annoncés à l'avance et le temps consacré plus long qu'actuellement.

M. de Strycker partage l'avis de M. Emminger selon lequel il appartient au Comité des Gouverneurs de procéder à des examens réguliers des politiques monétaires, en se concentrant chaque fois sur un ou plusieurs pays membres de la CEE. Les travaux préparatoires faits par les Suppléants ou par les experts ne doivent évidemment pas être supprimés mais ils ne peuvent pas suppléer les examens par les Gouverneurs.

La préparation de ces examens est déjà fournie d'une manière entièrement satisfaisante par les documents de travail et la note introductive établie par le secrétariat. Il serait cependant utile de présenter à la fin de cette note quelques questions ou suggestions susceptibles de faire l'objet d'un débat au Comité sous le point "Analyse des documents de travail", lequel perdrait ainsi son caractère routinier. Les points de discussion devraient être proposés par le secrétariat au Président du Comité qui les communiquerait à ses collègues

deux ou trois jours avant la séance en complément à l'ordre du jour. Bien entendu, chaque membre du Comité des Gouverneurs aurait également le droit de proposer pour la discussion des points particuliers. La procédure suggérée devrait être appliquée assez fréquemment (peut-être tous les deux ou trois mois); il ne faudrait pas toutefois se lier à un calendrier fixe et prévoir plutôt les examens en fonction des circonstances. Afin de donner un exemple, M. de Strycker se déclare disposé à exposer les mesures drastiques que les autorités monétaires belges ont prises récemment et à répondre aux questions ou observations que ses collègues pourraient faire à ce sujet.

M. Zijlstra pense, qu'au lieu de créer un nouveau genre de document, il faudrait, au moins au début, mieux exploiter les documents existants. Il conviendrait, en particulier, de tirer meilleur parti des rapports établis par le "groupe Bastiaanse" qui fournissent une documentation de base extrêmement utile et très satisfaisante. Les examens de ces rapports donneraient à chaque Gouverneur l'occasion de soumettre la politique monétaire de son pays au jugement de ses collègues. La suggestion faite par M. de Strycker de communiquer aux Gouverneurs avant leur séance deux ou trois points de discussion, devrait s'appliquer aux examens des Rapports du "groupe Bastiaanse".

- Le Président retient de la discussion le sentiment qu'il convient de:
- se concentrer sur les questions spécifiques relatives à la politique monétaire,
 - faire le point sur les travaux déjà accomplis actuellement,
 - réfléchir à la coordination de ses travaux et à leur meilleure exploitation et utilisation par les Gouverneurs.

M. Lamfalussy pense que les travaux du "groupe Bastiaanse" pourraient être utilisés aux fins des examens envisagés si les Gouverneurs élargissaient la mission de ce groupe dans le sens qu'il procéderait à une comparaison des politiques monétaires poursuivies par les Etats membres. En effet, les rapports actuels ne présentent pas une description et une comparaison des politiques monétaires des pays membres de la CEE, mais traite plutôt du domaine limité de l'établissement d'objectifs monétaires.

M. Zijlstra ne pense pas que les rapports du "groupe Bastiaanse" soient trop limitatifs. La faute est aux Gouverneurs qui n'exploitent pas suffisamment les documents qui sont à leur disposition. Il faut donc améliorer la structure et la qualité des discussions du Comité des Gouverneurs.

M. Hoffmeyer est d'accord avec MM. de Strycker et Emminger qu'il faut mieux organiser les discussions au sein du Comité des Gouverneurs. Toutefois, les rapports établis par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse qui sont certes de haute qualité, ne sont pas de nature à stimuler une discussion au niveau des Gouverneurs. Ceux-ci ont besoin d'une préparation qui par la force de sa présentation les amène à réagir; il faudrait réfléchir à la question de savoir si cette préparation devrait être confiée soit au Professeur Lamfalussy, soit aux groupes existants ou nouveaux.

Le Président pense que l'intervention de M. Hoffmeyer concerne le genre de questions qui ont été traitées lors de la séance de décembre. Aujourd'hui, il s'agit de trouver une meilleure organisation des débats au sein du Comité; mais il importe d'éviter de créer une abondance de documents ou textes que les Gouverneurs ne pourraient pas exploiter d'une manière suffisante et efficace.

M. Emminger ne partage pas l'avis exprimé par M. Hoffmeyer que les experts ne sont pas en mesure de donner une impulsion à la discussion des Gouverneurs. Le groupe a peut-être un mandat qui est trop restrictif, et il serait bon de lui signaler que les Gouverneurs s'attendent à être confrontés avec des questions relatives à la situation de tel ou tel pays. Les Suppléants pourraient examiner et éventuellement compléter cette liste de questions lors de la réunion qu'ils tiennent la veille de la séance du Comité.

Le Président pense que le Comité devrait retenir comme point de départ les travaux du "groupe Bastiaanse" dont le mandat pourrait être quelque peu élargi et la collaboration avec les Suppléants renforcée. En revanche, il ne semble pas nécessaire de modifier la composition du groupe d'experts.

M. Baffi rappelle que lors de la séance de décembre, M. Richardson avait fait deux suggestions que le Comité a prévu de revoir au cours de la présente séance.

Le Président indique que les réflexions sur ces deux propositions sont en cours.

M. Richardson précise que sa première suggestion, faite lors de la séance de décembre, prévoyait que les responsables de la politique monétaire dans les banques centrales pourraient tenir des réunions non régulières à Bâle pour avoir l'occasion d'échanger leurs réflexions sur leur travail et leur expérience. En effet, de telles occasions existent déjà pour les responsables de la politique extérieure, mais pas encore pour les responsables de la politique monétaire, qui selon l'avis de M. Richardson, se féliciteraient de pouvoir engager des discussions avec leurs homologues.

En ce qui concerne le débat de ce matin, M. Richardson pense que les "issues papers", qu'une seule personne établirait à l'intention des Gouverneurs, seraient assez différents des résultats dégagés de la mise en forme d'un document d'un groupe d'experts à partir de contributions nationales et de travaux collectifs. Toutefois, au lieu de vouloir trancher la question aujourd'hui, il serait préférable de réfléchir sur les problèmes en cause, sur la base d'un document qui présenterait les différentes options de procédures, et de prendre une décision lors d'une prochaine séance.

M. Zijlstra signale que la suggestion faite par M. Richardson de réunir de temps en temps les responsables de la politique monétaire des banques centrales des pays membres de la CEE et de certains pays tiers a fait l'objet d'une conversation entre lui-même et M. Lamfalussy; celui-ci élaborera une formule qui sera présentée aux Gouverneurs probablement lors de leur prochaine séance.

Le Président précise que la question mentionnée par M. Zijlstra est d'une autre nature que celle d'une meilleure organisation des discussions au sein du Comité, mais il se demande si cette dernière question ne pourrait pas également entrer dans les réflexions à entreprendre par MM. Zijlstra et Lamfalussy.

M. Zijlstra se déclare prêt à se charger de cette nouvelle mission.

M. Ortoli indique qu'il a apprécié le débat engagé par les Gouverneurs qui a bien mis en évidence le genre de problèmes en cause. Il considère que les Suppléants devraient jouer un rôle important et il précise que la Commission est prête à faire, le cas échéant, des suggestions pratiques et concrètes.

M. Ortoli admet qu'il est utile de discuter les problèmes de la politique monétaire également avec certaines banques centrales de pays tiers, mais il ne faut pas oublier que le mandat confié aux Gouverneurs stipule

la coordination des politiques monétaires au sein de la CEE. La réalisation de cet objectif nécessite la mise en place d'une organisation plus forte et plus régulière que celle existant actuellement. La préparation nécessaire des débats doit aller au-delà de la pratique présente. Certes, les rapports élaborés par le "groupe Bastiaanse" constituent une bonne base, mais il faudrait étudier sérieusement si les Gouverneurs n'ont pas besoin d'une préparation complémentaire. En effet, les discussions devraient être stimulées par de bonnes questions qui pourraient être élaborées par les responsables de la politique monétaire dans les banques centrales.

M. Clappier estime utile que le Président du Comité ou M. Ortoli fasse, à la lumière des discussions d'aujourd'hui, des propositions concrètes et précises sur les procédures à suivre en vue de la coordination et de l'harmonisation des politiques monétaires. Il semble généralement admis que ces deux éléments constituent une prémisse de la reprise de la marche vers l'union économique et monétaire.

Il y a maintenant une dizaine d'années que M. Marjolin, qui assurait à cette époque-là les fonctions qu'exerce actuellement M. Ortoli, avait constaté, lors d'une des séances du Comité des Gouverneurs, l'existence d'une convergence relativement forte entre les économies des six pays qui faisaient alors partie de la CEE. M. Marjolin en avait conclu qu'il fallait saisir le moment pour harmoniser définitivement les conditions des politiques économiques et financières des pays membres. Tout le monde connaît le résultat de cette tentative. Pour cette raison, il ne serait pas souhaitable de recommencer une expérience de coordination du bout des lèvres; si l'on continue de parler de coordination, il faudrait se lancer dans des voies différentes et plus efficaces quel que soit le scepticisme qu'on puisse entretenir à cet égard.

S'il s'avérait, après un certain laps de temps, que les résultats de cette approche ne sont pas à la mesure des espérances, M. Clappier souhaite que M. Ortoli se souvienne de sa déclaration d'aujourd'hui dans laquelle il a dit qu'en pareil cas la Commission présenterait des propositions plus ambitieuses.

Le Président pense que pour aboutir à l'harmonisation et à la coordination des politiques monétaires, il faut commencer par des discussions sérieuses sur les politiques elles-mêmes. Les procédures appliquées par le Comité jusqu'à présent ont rarement permis d'arriver à de tels débats; ainsi une révision est-elle en cours pour laquelle il collaborera aux réflexions qui ont été demandées à MM. Zijlstra et Lamfalussy. M. Bastiaanse devrait également être invité à donner son avis, car c'est le travail de son groupe qui a provoqué le débat du Comité.

Le Président pense, en outre, que la périodicité des rapports du "groupe Bastiaanse" n'exclut pas qu'il y ait des discussions au sein du Comité dans l'intervalle; chaque membre est libre de proposer au Comité un débat s'il pense qu'un événement ou un développement mérite l'attention particulière des Gouverneurs.

Revenant aux travaux des Suppléants sur les deux communications de la Commission (qui ont été mentionnés sous le point III de l'ordre du jour) le Président rappelle que, selon le calendrier proposé par les Suppléants, le Comité disposerait d'un rapport avant sa séance de mars. Il souhaiterait que les Suppléants fournissent aux Gouverneurs l'esquisse d'une position commune plutôt qu'un document présentant des divergences d'opinion que les Gouverneurs pourraient difficilement aplanir au cours de leur séance en mars. A cette fin, il serait nécessaire que chaque Gouverneur précise la marge de manoeuvre dont dispose son représentant dans le Comité des Suppléants.

IV. Analyse de la 105e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

M. de Strycker fait un bref exposé sur les mesures monétaires que la Banque Nationale de Belgique a prises récemment. Etant donné la situation économique générale caractérisée par une stagnation relative, la politique monétaire poursuivie par la banque centrale belge, au cours de l'année 1977, visait à une baisse des taux d'intérêt sur les marchés monétaires et financiers. La pression que le franc belge a subie à partir de la

seconde quinzaine de novembre, dans le contexte de la forte appréciation du deutsche mark par rapport au dollar, a amené la Banque Nationale de Belgique à changer sa politique monétaire en vue de confirmer par une action concrète la volonté et la détermination des autorités belges de maintenir le franc belge dans le "serpent" sans changement du cours pivot. Le taux d'escompte a été relevé fin novembre, mais malgré cela, les pressions contre le franc belge se sont accentuées par la suite et l'Institut d'émission belge a dû soutenir sa monnaie au moyen d'interventions en dollars et en deutsche marks qui se sont élevées à un montant dans l'ordre de 800 à 900 millions de dollars. Ces interventions ont eu moins d'incidence sur les réserves extérieures officielles de l'union monétaire belgo-luxembourgeoise, qui sont amples, que sur l'opinion publique qui est très sensible aux mouvements de la position de réserve recensée dans les publications hebdomadaires de la Banque Nationale.

En vue de lutter contre l'inquiétude croissante et en négligeant délibérément les considérations d'ordre interne, les autorités monétaires ont estimé nécessaire de faire un nouveau geste à l'adresse des marchés des changes et elles ont procédé à un nouveau relèvement de deux points du taux d'escompte lequel est donc passé de 6 à 9% en l'espace de trois semaines. Cette mesure, qui a coïncidé avec une déclaration du Président Carter en faveur du dollar, a mis fin, presque immédiatement, aux pressions contre le franc belge; celui-ci n'a plus eu besoin d'être soutenu à partir du 22 décembre et il s'est rapproché à 1/2% de son taux pivot à Francfort. En janvier, la Banque Nationale de Belgique a même pu faire quelques rachats de sa monnaie sur le marché et la récente réduction de 1/2 point de son taux d'escompte constitue le premier pas dans la voie du rétablissement d'un niveau des taux d'intérêt à court terme correspondront mieux aux exigences de la présente situation conjoncturelle en Belgique.

Le Président constate que les Gouverneurs n'ont aucune remarque à formuler à l'égard de l'exposé de M. de Strycker.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 14^e février 1978,
à 10 heures.

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

DECEMBRE 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 décembre 1977 et les premiers jours de janvier 1978. Il contient en outre quelques données relatives à l'ensemble de l'année 1977.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

D'une manière générale, les tendances déjà observées précédemment sur les marchés des changes se sont fait sentir avec une force accrue en décembre. La chute du dollar EU s'est poursuivie à un rythme accéléré et a pris une ampleur exceptionnelle sur de très nombreuses places. Comme durant les semaines précédentes, c'est surtout vis-à-vis du franc suisse et du mark allemand que le mouvement est le plus marqué. Il l'est également à l'égard des quatre autres monnaies à fluctuations limitées, entraînées par le mark et soutenues vis-à-vis de celui-ci par des interventions et certaines mesures d'ordre monétaire. La livre sterling figure aussi parmi les devises qui ont enregistré la hausse la plus importante à New York.

Une fois de plus, c'est le franc suisse qui a renchéri le plus fortement. En un mois, il a progressé de 7,5% en termes de dollar EU, portant le gain depuis début janvier 1977 à 21,50%. Au demeurant, pour l'ensemble de l'année écoulée, le franc suisse s'est apprécié vis-à-vis de toutes les monnaies, le yen excepté et notamment de 8,4% à l'égard du mark allemand.

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

L'aisance qui a prévalu sur le marché monétaire en Suisse en vue de la fin de l'année a entraîné, un moment, une certaine détente; mais ensuite le franc suisse s'est à nouveau orienté à la hausse.

Les cinq monnaies à fluctuations limitées ont progressé en décembre de 6% en moyenne vis-à-vis du dollar EU. Leur appréciation par rapport à la plupart des autres devises s'est aussi accrue de manière très sensible. Cependant, cette évolution relativement parallèle ne s'est produite, en application des accords existants, qu'au prix d'interventions en dollars et en monnaies européennes. Des mesures monétaires ont été prises en outre en Allemagne et en Belgique.

Ces différentes actions n'ont eu tout d'abord qu'un impact assez limité. Toutefois, ensuite, si elles n'ont pas réussi à mettre un terme à la chute du dollar, elles ont néanmoins contribué à alléger les tensions entre les monnaies du "serpent". Au cours des deux dernières semaines de décembre, la couronne danoise et le franc belge se sont, en effet, nettement détachés du point inférieur d'intervention à Francfort et se sont rapprochés fin décembre à environ 1% du mark. La couronne norvégienne est demeurée seule au bord inférieur du "serpent". Le florin, qui s'était montré précédemment le plus résistant, s'est affaibli en fin de mois et ne précédait plus la couronne norvégienne que d'une faible fraction.

Sur l'ensemble des douze derniers mois, les fluctuations des cotations à l'intérieur des marges et les modifications apportées aux cours-pivots ont abouti à une évolution assez divergente des différentes monnaies qui constituent le "serpent": tandis que les couronnes norvégienne et danoise se sont dépréciées d'un peu plus de 10% en un an vis-à-vis du mark, le florin et le franc belge ont enregistré un recul de respectivement 4 et 2,25% à Francfort.

Bénéficiant de perspectives plus favorables sur le plan social au Royaume-Uni, la livre sterling a suivi plus fidèlement l'évolution des monnaies du "serpent" que celle du dollar EU, en décembre comparé à novembre. Vis-à-vis de la monnaie américaine, elle a progressé de près de 5,50%, nonobstant quelques achats de dollars de la Bank of England. Depuis le début de 1977, elle accuse à New York une progression analogue à celle du mark, soit 12,50%. Rappelons que pendant ce temps les réserves brutes de la Bank of England ont pu être reconstituées de manière spectaculaire.

Par contre la lire italienne est, comme précédemment, demeurée quasi inchangée en termes de dollar. La lire semble même s'être affaiblie en décembre si l'on considère que, contrairement aux mois précédents, la Banca d'Italia a dû intervenir par solde à la vente de dollars; pour 1977, le solde net de ses interventions demeure cependant largement positif.

Quant au franc français et à la couronne suédoise, leur hausse vis-à-vis de la monnaie américaine se limite à 3% environ entre le 30 novembre et le 29 décembre. Toutefois, alors que la Sveriges Riksbank est intervenue quasi constamment pour soutenir sa monnaie, la Banque de France a finalement enregistré une légère augmentation de ses réserves. Par ailleurs, le comportement de ces deux monnaies depuis le début de 1977 est très différent l'un de l'autre: le franc français gagne 6% à l'égard du dollar, tout en reculant dans la même mesure par rapport au mark tandis que la couronne suédoise s'est inscrite en baisse sur toutes les places, perdant 11,50% à New York.

Alors qu'en décembre, la pression en faveur des monnaies fortes, a, en général, redoublé de vigueur, le yen a fait l'objet d'une demande moins constante. Cependant, chaque fois que celle-ci a eu tendance à s'amplifier, la Banque du Japon est intervenue, parfois d'ailleurs massivement, en achetant des dollars. Elle est ainsi parvenue à stabiliser le cours de sa monnaie au voisinage de 240 yens pour 1 dollar et à en limiter l'appréciation à New York durant le mois écoulé à 1 3/4%. Par voie de conséquence, le yen s'est replié dans une mesure importante à l'égard de presque toutes les monnaies européennes. D'autre part, le Japon a pris différentes mesures visant à réduire l'excédent de sa balance commerciale. En dépit du ralentissement observé en décembre, la progression du yen depuis début 1977 est indentique à celle du franc suisse, soit 21,50% environ par rapport à la monnaie américaine.

Enfin, le dollar canadien s'est montré nettement plus résistant que durant les mois précédents: il gagne un peu plus de 1% à New York. De plus, la Banque du Canada a pu reconstituer en partie ses réserves de change. Le recul du dollar canadien pour l'ensemble des douze derniers mois atteint néanmoins plus de 7,50% vis-à-vis du dollar EU.

II. INTERVENTIONS AU MOYEN DE DOLLARS

A nouveau, les interventions effectuées au moyen de dollars par les banques centrales participant à la concertation ont porté sur des montants élevés mais légèrement inférieurs à ceux de novembre.

Le volume brut des achats s'est élevé à \$6,1 milliards. Pour leur plus grande part, ils ont été effectués, surtout durant la première quinzaine du mois, dans le but de freiner la baisse du dollar. A cet égard, ce sont naturellement les banques centrales dont la monnaie est forte qui ont acquis les montants les plus importants. De leur côté, les autorités américaines sont intervenues davantage qu'auparavant: tout en restant relativement réduit, le soutien qu'elles ont apporté à leur monnaie en décembre est deux fois plus élevé que pour l'ensemble des onze mois précédents. Par ailleurs, certaines autres banques centrales sont également intervenues à l'achat en vue de reconstituer leurs réserves de change.

Les ventes ont atteint un volume global de \$3,1 milliards. La plupart d'entre elles ont été faites par des banques centrales désireuses de soutenir leur propre monnaie - il s'agit notamment des partenaires de l'Allemagne dans le système de change à fluctuations limitées - ou représentent la conversion du produit d'emprunts conclus par des non-résidents en monnaie locale.

Le solde global net, soit un achat de \$3 milliards, reflète principalement les interventions réalisées par l'ensemble des banques centrales ne faisant partie ni de la Communauté, ni du "serpent", les acquisitions nettes des autres banques centrales se limitant à quelques centaines de millions de dollars.

Pour l'année 1977 entière, les acquisitions nettes de dollars effectuées par l'ensemble des banques centrales participant à la concertation se sont élevées à près de \$34 milliards, dont un peu plus de la moitié est imputable à la Bank of England et un peu plus de 15% à la Banca d'Italia. La Banque du Japon et, dans une mesure plus réduite, la Bundesbank figurent également parmi les banques centrales qui ont soutenu le plus fortement la monnaie américaine en 1977. Par contre, la Banque du Canada, la Norges Bank et, avant la sortie de la couronne suédoise du "serpent", la Sveriges Riksbank ont vendu des montants non négligeables de dollars.

III. LES INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes se sont accrues nettement, atteignant un volume de près de 970 millions d'UCME. Comme le mois précédent, toutes ont été effectuées au moyen de marks allemands.

Celles des banques centrales du "serpent" ont porté sur un total d'environ 915 millions d'UCME. A raison de 90% de ce dernier montant, elles représentent le soutien apporté aux cours limites à la couronne norvégienne, au franc belge et, dans une moindre mesure, à la couronne danoise. Le solde couvre des interventions intramarginales essentiellement en faveur du florin.

L'ensemble a fait, à concurrence des neuf dixièmes, l'objet d'un financement dans le cadre du Fonds européen de coopération monétaire ou, dans le cas de la couronne norvégienne, de l'accord bilatéral.

Enfin, la Banque de France a procédé à quelques ventes de marks qu'elle a couvertes, en grande partie, auprès de la Bundesbank contre dollars.

* * *

Durant les premiers jours de janvier, le désordre a atteint une intensité accrue dans les marchés des changes; les cours y ont enregistré des écarts spectaculaires dans les deux sens. Jusqu'au 4 janvier, la chute du dollar sur tous les marchés s'était accélérée, en particulier à Zurich et à Londres.

L'absence de perspectives d'une réduction du déficit important de la balance commerciale américaine et les craintes d'une augmentation du taux d'inflation aux Etats-Unis avaient, en l'absence de toute indication montrant la détermination des autorités américaines à redresser par des actes les cours du dollar, accru encore la méfiance vis-à-vis du celui-ci.

Le communiqué publié le 4 janvier conjointement par la Trésorerie américaine et le Federal Reserve Board a brusquement renversé la tendance. Sur toutes les places, le dollar s'est redressé vivement au point d'effacer non seulement le recul supplémentaire des premiers jours de janvier mais également une partie, assez faible encore cependant, de ceux accumulés durant le mois de décembre.

Finalement, si l'on compare les cours du 6 janvier 1978 à ceux du 30 novembre 1977, c'est vis-à-vis du mark allemand, de la couronne danoise et de la couronne norvégienne que la reprise du dollar est le plus marquée et à l'égard du franc suisse et de la livre sterling qu'elle l'est le moins.

Dans le "serpent", les mouvements ont également été relativement amples. La couronne norvégienne est restée en opposition au mark allemand à l'écart maximum: les interventions nécessaires n'ont cependant porté que sur un faible montant total. Le 5 janvier, le redressement du dollar a entraîné, à l'intérieur du "serpent", une détente d'abord sensible, mais moins nette ensuite, la couronne norvégienne se rapprochant à nouveau du plancher à Francfort en fin de semaine.

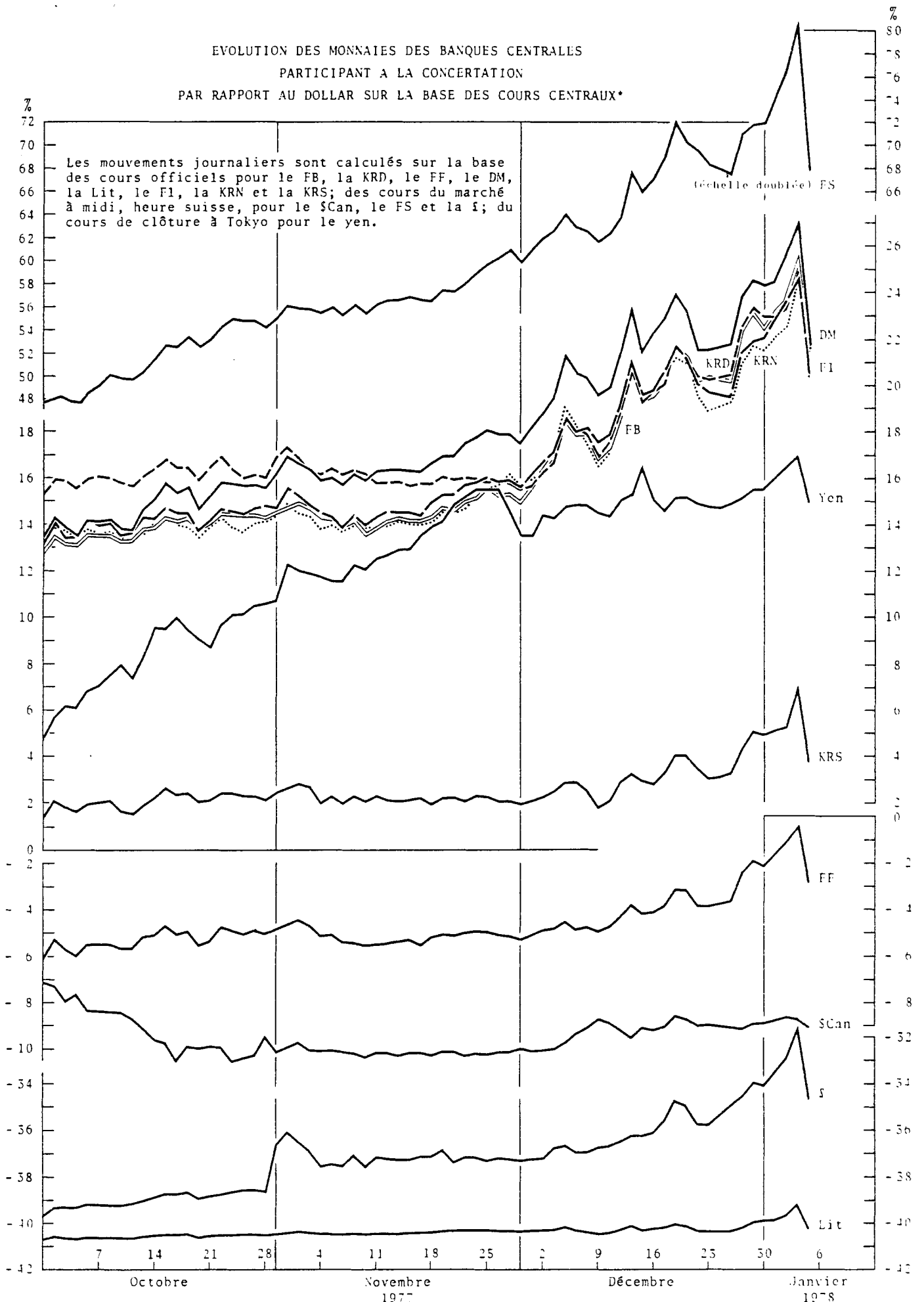
A quelques exceptions près, les banques centrales qui participent à la concertation semblent avoir été un peu moins actives dans le marché du dollar.

Relevons les achats de la Deutsche Bundesbank, de la Banque du Japon et de la Banque Nationale Suisse qui pour chacune d'entre elles, dépassent 200 millions de dollars. Quelques ventes, individuellement peu importantes, ont également été effectuées par diverses autres banques centrales.

Globalement, le volume des achats a atteint \$1,2 milliard, celui des ventes \$300 millions.

En plus du soutien net que constitue la différence de \$900 millions, La Federal Reserve Bank a procédé à des ventes de marks allemands pour l'équivalent de plus de \$200 millions, la majeure partie de ses interventions ayant été réalisées après la déclaration du 4 janvier.

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 40,5344; FF 4,60414; Fl 2,78118.

* Théoriques, 1 dollar EU =
KRD 7,10121; DM 2,6167; Lit 525,35;
Yen 277,20; KRN 6,24373; KRS 4,90;
FS 5,456. £1 = 52,8952.

5 janvier 1978

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1975: 1\$Can = \$EU 1,0050.

MOUVEMENTS A L'IN. AIR DU "SERPENT" (calculés sur la base de jours officiels)

