

PROCES-VERBAL \*\*  
DE LA CENT-DIX-HUITIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 14 FEVRIER 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 Mazzinghi; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et Boot; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par M. Balfour; assistent en outre, le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Mosca, 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. 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 117e 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 117e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

---

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

\*\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 14 mars 1978, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

Le Président rappelle que, comme suite aux décisions prises par le Comité lors de la dernière réunion,

- M. Zijlstra a présenté dans une note des propositions portant sur l'amélioration de l'organisation des discussions du Comité sur les politiques monétaires, note qui devrait faire l'objet d'un examen par les Gouverneurs,
- les Suppléants sont en train d'élaborer le projet de rapport du Comité sur la communication présentée par la Commission au sujet de l'amélioration de la coordination des politiques économiques nationales; ce projet devrait être soumis aux Gouverneurs suffisamment à temps avant leur séance de mars et il serait utile que les Gouverneurs qui auraient éventuellement des réserves de fond à l'égard du texte proposé communiquent leurs observations préalablement par écrit à la présidence et au secrétariat.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de janvier et des premiers jours de février 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 points essentiels du rapport annexé au procès-verbal. Il ajoute que mardi matin, 14 février 1978, le dollar EU accuse une nouvelle chute sur pratiquement tous les marchés. Par rapport aux cours enregistrés lundi, il a perdu 3/4% à Francfort et 1% à Zurich. Ce mouvement est attribué par les marchés à la déception sur les résultats de la Conférence au Sommet tenue à Paris le week-end dernier et sur ceux de la réunion des Gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix à Bâle. En revanche, la situation au sein du "serpent" est détendue, l'écart entre les monnaies occupant les points extrêmes ne s'élevant qu'à 1,25%.

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et 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 invite M. Getz Wold à donner un bref commentaire au sujet du réalignement récent du cours pivot de la couronne norvégienne, commentaire qui, si M. Getz Wold est d'accord pourrait se limiter aux traits essentiels du problème en cause, étant donné que le dîner d'hier a donné aux Gouverneurs l'occasion d'évoquer en détail la Conférence de Copenhague.

M. Getz Wold fait remarquer que le nouveau réalignement de 8% du taux pivot de la couronne norvégienne a été nécessaire, étant donné l'ampleur du déficit de la balance commerciale de la Norvège. Ce déficit, qui est le deuxième par ordre d'importance dans le monde s'explique par l'importance des investissements nécessaires à la mise en valeur du pétrole de la Mer du Nord, par une détérioration du caractère compétitif de l'économie norvégienne et par la consommation trop élevée des secteurs privé et public. Dans la mesure où les prix et les coûts ne marqueront pas une nouvelle poussée (à cette fin, le gouvernement fera le maximum pour exercer une influence modératrice sur les partenaires sociaux), l'opération de réajustement aura un effet bénéfique sur l'économie norvégienne.

M. Getz Wold remercie les autres partenaires du "serpent" de leur compréhension qui a facilité aux autorités norvégiennes leur décision de rester dans le "serpent". Celui-ci demeure le seul exemple concret de coopération monétaire, et il serait souhaitable que d'autres pays puissent s'y joindre.

Le réajustement du taux pivot de la couronne norvégienne a été décidé sans pression immédiate, car les marchés de devises avaient retrouvé leur calme au cours du mois de janvier, après les turbulences observées vers la fin de l'année. Cette mesure a été bien accueillie sur les marchés. La couronne norvégienne a pris, le 13 février, la tête du "serpent", et la Norges Bank a acheté des dollars pour un montant de \$140 millions. Compte tenu du nouvel accès de faiblesse du dollar, le réajustement du taux pivot de la couronne norvégienne s'est traduit, à ce jour, par une dévaluation effective de 6%.

Le Président remercie M. Getz Wold de ses commentaires et le félicite de la décision prise par les autorités norvégiennes de rester dans le "serpent".

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 12 établi par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse sur la situation et les perspectives monétaires dans les Etats membres de la CEE

A. Exposé de M. Breen

Au cours de leur réunion du lundi 13 février, les Suppléants ont examiné le Rapport No 12 sur la masse monétaire, établi par le groupe d'experts que préside M. Bastiaanse. Il ressort de la discussion que l'on s'accorde généralement à reconnaître, d'une part un ralentissement de l'inflation au sein de la Communauté (où l'on observe simultanément une amélioration de la balance des opérations courantes) et d'autre part la nécessité d'adopter des politiques visant à stimuler la croissance économique et à réduire le chômage. Bien qu'il eut été naturellement plus facile, mais moins productif, de limiter les débats aux questions qui se posent au niveau communautaire, un échange de vues fort utile s'est tenu sur les problèmes que les réactions qui risquent d'apparaître dans chaque pays si l'évolution en 1978 s'y écarte des objectifs, prévisions ou anticipations.

Les délibérations ont notamment porté sur les trois questions interdépendantes ci-après:

a) Le rôle de la politique monétaire dans la stimulation de l'activité économique. On rappellera à cet égard, comme il est écrit à la page 20 du rapport, que chaque délégation estime, que compte tenu des diverses mesures prises, "l'orientation budgétaire de son pays est désormais aussi expansionniste que possible; en d'autres termes, il n'y a pas moyen de faire plus sans s'exposer à des répercussions indésirables."

b) L'importance et le financement (y compris, bien entendu, le financement monétaire) des déficits budgétaires et

c) La possibilité de ne pas atteindre ou réaliser, en 1978, les objectifs ou les prévisions monétaires - et même la question de savoir s'il est indiqué de se conformer à des objectifs en l'absence des conditions préalables essentielles.

Trois éventualités ou hypothèses possibles ont été mentionnées:

- les risques pour un pays de dépasser les objectifs fixés, en particulier lorsque l'on s'attend à un affaiblissement plutôt qu'à un raffermissement de la monnaie;
- le risque lié à l'observation d'un objectif de masse monétaire en présence, par exemple, d'importantes sorties de capitaux, ce qui revient à compenser ces sorties. A cet égard, il a été souligné que la détermination de ne pas les compenser, et la pression à la hausse des taux d'intérêt qui en résulte pourraient constituer un remède fort bénéfique sur une très courte période;
- dans les circonstances actuelles, marquées par un chômage élevé et par une croissance relativement lente au sein de la Communauté, un pays dont la monnaie et la balance des paiements pourraient être considérés plutôt forts que faibles, doit-il s'abstenir de prendre des mesures dans le cas où l'évolution de sa masse monétaire dépasse l'objectif ?

Mis à part ces considérations particulières, les Suppléants ont évoqué les obstacles que les mouvements de capitaux opposent à l'application de la politique monétaire et ont fait référence à cet égard aux euro-marchés. Les Suppléants se sont demandés si les banques centrales seraient prêtes à accumuler des dollars EU dans les mêmes proportions qu'en 1977, au cas où des conditions semblables existeraient en 1978.

Le Président remercie M. Breen de son exposé; il pense que le rapport des experts, qui fait preuve à nouveau d'une haute qualité, couvre une gamme assez vaste de questions.

B. Exposé de M. Bastiaanse

M. Bastiaanse indique notamment que l'évolution des agrégats monétaires pour l'ensemble de l'année 1977 a été relativement proche des objectifs fixés par les autorités monétaires ou des prévisions faites par le groupe en cours d'année. Ce résultat satisfaisant est cependant en partie le fait du hasard. En premier lieu, l'évolution des besoins d'emprunt du secteur public a été généralement inférieure aux prévisions et la stagnation inattendue de l'activité économique aurait dû freiner la demande de crédit du secteur privé. Néanmoins, il importe notamment de féliciter les autorités françaises et néerlandaises pour leur succès et, dans le cas des Pays-Bas, il est à noter, en outre, que le fonctionnement de l'encadrement du crédit bancaire n'a pas entraîné de tensions sur les marchés financiers ni au sein du "serpent" comme on l'avait craint initialement.

Pour ce qui est de l'année 1978, seul un nombre limité de pays membres ont défini l'orientation qu'ils envisagent de donner à leur politique monétaire; tandis que dans d'autres pays une décision sera prise au cours des prochains mois seulement, lorsque le budget aura été adopté. A propos de l'objectif quantitatif fixé par la Bundesbank, la question se pose de savoir dans quelle mesure cet objectif défini sous forme de moyenne annuelle est encore réalisable, étant donné l'accélération de la création monétaire intervenue au cours du second semestre de 1977. Au Danemark, l'expansion du crédit bancaire à l'économie interne est estimée à 11%, mais la réalisation de ce chiffre nécessiterait que les ventes de titres publics au secteur non bancaire soient sensiblement plus élevées que celles enregistrées au cours de l'année 1977, vu l'augmentation substantielle du déficit du gouvernement central.

En ce qui concerne les thèmes de discussion retenus par les experts dans la partie III de leur rapport, il est à noter que l'unanimité ne s'est pas faite sur la nécessité et la possibilité d'une action concertée visant à obtenir des taux de croissance économique plus élevés. En matière de politique fiscale, un nouveau fait survenu depuis la finalisation du rapport a été la présentation du budget pour l'année 1978 en Irlande, budget qui apportera des stimulants importants à l'économie.

Enfin, les experts ont considéré les implications de la faiblesse du dollar sur les politiques monétaires pendant l'année 1977. Pour l'année 1978, on peut se demander dans quelle mesure les banques centrales d'Europe pourraient continuer d'accumuler des réserves sans mettre en péril leur politique monétaire qui a donné des résultats satisfaisants en 1977.

C. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy indique que MM. Breen et Bastiaanse ayant déjà présenté les aspects techniques du Rapport No 12, il préfère se limiter à un seul sujet à savoir la stimulation de l'activité économique. Lors des dernières séances, un consensus semble s'être dégagé sur l'inopportunité de se servir à cette fin de la politique monétaire, étant donné d'une part, le manque d'effets stimulants sur les dépenses d'une politique de liquidité abondante, d'autre part, les dangers que comporterait une telle politique pour l'équilibre extérieur et la stabilité en matière de prix.

Aujourd'hui, la question susmentionnée se pose en d'autres termes. D'abord certains pays se demandent s'il est opportun de contrecarrer l'aïssance monétaire due à un surplus de la balance des paiements; cette question s'est posée en Allemagne, et les autorités allemandes y ont répondu. D'une manière générale, il faut examiner les possibilités d'action dans le domaine fiscal et budgétaire ainsi que les implications que de telles actions comporteraient pour la politique monétaire.

Pour ce qui est de cette dernière question, le ton du rapport est très défaitiste. Plusieurs arguments ont été avancés contre une stimulation plus forte de l'économie au moyen des politiques fiscales et budgétaires; on a notamment dit:

- d'une part, que la conjoncture connaît une nouvelle phase de reprise et qu'il a été déjà abondamment recouru à la politique budgétaire dont les effets ne devraient pas manquer de se faire sentir;
- d'autre part, que le recours à des mesures fiscales additionnelles serait soit inefficace, soit dangereux.

Bien que valables individuellement, ces arguments sont incompatibles entre eux. En effet,

- si l'on pense que les mesures fiscales déjà prises auront un effet expansif sur l'économie, on ne peut pas nier l'efficacité d'une politique d'expansion fiscale et budgétaire,

- si l'on considère qu'une telle politique est inefficace du fait que ses effets seraient compensés par une augmentation correspondante de l'épargne, on ne peut pas redouter une création monétaire excessive à travers le secteur public.

M. Lamfalussy conclut en disant que, derrière le problème de la faiblesse conjoncturelle, se profile un problème plus fondamental qui mériterait d'être examiné par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse. Il s'agit d'étudier s'il n'y a pas lieu de maintenir en permanence des déficits élevés du secteur public, étant donné la persistance de l'excédent d'épargne créé par le surplus en compte courant des pays de l'OPEP, la hausse tendancielle du taux d'épargne des ménages et la baisse très forte du taux d'investissement des entreprises.

#### D. Discussion du Comité

Le Président pense que la question présentée par M. Lamfalussy pourrait faire l'objet d'une étude du groupe d'experts et ne devrait pas être traitée aujourd'hui.

M. Emminger fait remarquer que quelques uns des problèmes évoqués par MM. Bastiaanse et Lamfalussy ont été ressentis avec acuité en Allemagne. D'une part, le cours du deutsche mark a subi une hausse considérable, d'autre part, la Bundesbank a dû acheter, entre septembre et la mi-janvier des devises, correspondant à un total net de 12 milliards de deutsche marks, afin d'éviter des fluctuations erratiques du taux de change du deutsche mark. Ces interventions ne se sont cependant répercutées qu'à concurrence de 2 milliards sur la liquidité bancaire, grâce à des influences saisonnières du marché et aux mesures prises par les autorités allemandes. Ces mesures ont porté d'abord sur l'imposition d'une réserve obligatoire de pratiquement 100% sur les engagements bancaires vis-à-vis des non résidents, disposition qui a également enlevé tout attrait au placement de deutsche mark auprès du système bancaire allemand et a entraîné une forte baisse des taux d'intérêt sur les dépôts en euro-deutsche marks. En outre, la Bundesbank a absorbé quelques milliards de deutsche marks par la vente de titres de mobilisation, et les pouvoirs publics se sont endettés, compte tenu de la baisse des taux d'intérêt sur les marchés des capitaux, pour un montant supérieur à leurs besoins immédiats stérilisant ainsi le surplus auprès de la Bundesbank.



En dépit du succès des mesures visant à absorber une partie de la liquidité bancaire créée par les entrées de capitaux, il sera difficile de réaliser l'objectif d'une expansion de 8% de la monnaie de banque centrale, en moyenne annuelle par rapport à l'année 1977, car le rythme d'accroissement de cet agrégat monétaire s'est élevé à 15%, sur une base annuelle, durant les trois derniers mois de l'année 1977. Ce rythme d'accroissement élevé est cependant dû, non seulement aux entrées de devises, mais aussi à une accélération des encours bancaires qui ont progressé de  $10\frac{1}{2}\%$ , sur une base annuelle, au cours du dernier trimestre de 1977. Durant cette même période, M3 s'est accru à un rythme de 13%, et, si les taux de change étaient déterminés par les écarts de l'expansion monétaire, le deutsche mark devrait se déprécier et le dollar s'apprécier.

La Bundesbank, qui a récemment permis une nouvelle baisse des taux d'intérêt, fonde sa politique monétaire sur la considération que, dans les circonstances actuelles, l'appréciation du taux de change du deutsche mark, que les autorités allemandes sont forcées de tolérer, contribue à freiner l'inflation et que, aussi longtemps que cette situation persistera, la politique monétaire pourra être expansive. De cette façon, les autorités allemandes ont introduit l'évolution des taux de change comme une nouvelle déterminante dans la définition de leur politique monétaire.

La politique monétaire expansive que poursuit actuellement la Bundesbank a certains effets stimulants, mais elle est loin d'être en mesure de déclencher une reprise de l'activité économique. Dans cet esprit, la Bundesbank a encouragé les autorités publiques à donner une orientation expansionniste à leur politique budgétaire qui, en 1977, a été appliquée avec peut-être un souci trop marqué de consolider les finances publiques. Ainsi, le déficit de l'ensemble du secteur public passera-t-il de 42 milliards de deutsche marks en 1977 à 65 milliards en 1978, le dernier chiffre représentant environ 5% du PNB; la Bundesbank fera tout pour que ce déficit puisse être financé sans entraîner des effets de "crowding out", étant entendu qu'elle ne peut pas garantir la stabilité des taux d'intérêt.

En ce qui concerne la controverse sur la désirabilité d'une action concertée (pages 20 et 21 du Rapport No 12), M. Emminger indique que les autorités allemandes sont prêtes à donner suite au principe selon lequel

les pays qui n'éprouvent pas de difficultés en matière de balance des paiements doivent stimuler la demande interne davantage que les autres; une telle politique n'est cependant possible que dans la mesure où elle ne risque pas de déclencher, tôt ou tard, de nouvelles poussées des prix.

En outre, il ne faut pas oublier l'existence de problèmes structurels qui ne pourraient pas être résolus par une politique globale d'expansion.

M. Richardson indique que les autorités britanniques ne considèrent pas la fixation d'objectifs monétaires comme le seul instrument de la lutte contre l'inflation; elles pensent cependant que le respect des objectifs monétaires a un effet stabilisateur sur les anticipations inflationnistes et constitue l'un des éléments nécessaires à l'atténuation du rythme d'inflation. Lorsqu'au cours de l'année 1977 les entrées de capitaux ont mis en péril la réalisation de l'objectif d'un accroissement de M3 de 9 à 13% durant l'année financière 1977/78, les autorités britanniques ont changé leur politique en matière de taux de change. Toutefois, les achats de devises effectués auparavant à concurrence de 16 milliards de dollars font encore sentir leurs effets sur la croissance monétaire qui a été stimulée également par l'influence temporaire des allègements fiscaux adoptés à l'automne. Il en est résulté que le rythme d'accroissement de M3 se situe encore au dessus de la limite supérieure de la norme monétaire.

Un nouvel objectif monétaire ne sera défini qu'après l'adoption du budget pour 1978/79, en tenant compte du fait qu'il est souhaitable d'assurer une croissance monétaire stable à moyen terme, tout en évitant d'introduire un élément de rigidité dans la politique monétaire à court terme. Dans cet esprit, les autorités britanniques envisagent de formuler leur nouvel objectif sous forme de "norme mobile", révisable tous les six mois. Ce système ne se traduira pas par un plus grand laxisme, car chaque révision devra être justifiée vis-à-vis de l'opinion publique.

La politique monétaire actuelle ne revêt pas un caractère très restrictif, tandis que la réduction du déficit budgétaire a été plus rigoureuse que prévu initialement. Cette tendance sera certainement corrigée dans la prochaine année fiscale et, pour autant que les mesures prendront la forme d'allègements des impôts sur le revenu, elles rendront plus efficace la politique des revenus.

En ce qui concerne les possibilités d'action concertée, M. Richardson se déclare partisan d'une telle approche, et les déclarations de M. Emminger l'ont encouragé dans ce sens. Reste naturellement le problème de l'instabilité du dollar qui est susceptible d'entraver sérieusement l'évolution de

de l'économie mondiale. Dans cet esprit, il faut se féliciter des arrangements convenus récemment en matière de politique d'interventions, qui ont contribué au retour d'un certain calme, mais une stabilisation durable ne pourra se produire que si les Etats-Unis prennent des mesures appropriées de nature plus fondamentale, notamment dans le domaine de l'énergie. Dans la phase transitoire, il importe qu'en Europe et au Japon, on fasse le maximum pour soutenir les mesures des autorités américaines.

M. Zijlstra fait remarquer tout d'abord que le débat de ce matin montre le bien-fondé de sa suggestion d'un délai de réflexion d'un mois sur les rapports du "groupe Bastiaanse". Il propose donc de poursuivre l'examen de ce sujet en mars et de définir aujourd'hui les aspects à débattre lors de la prochaine séance.

En ce qui concerne la politique monétaire que les autorités néerlandaises mènent actuellement, M. Zijlstra fait remarquer que cette politique se fonde sur la conception du taux de liquidité de l'économie (défini comme le quotient de M2 par le PNN, c'est-à-dire la valeur inverse de celle de la vitesse de circulation de la monnaie). Aux Pays-Bas, ce taux est passé au cours des années 1975 et 1976 à plus de 40%, ce qui dénotait une liquidité plus importante qu'il n'est nécessaire pour le bon fonctionnement de l'économie (entre 30 et 35%). Pour cette raison, les autorités néerlandaises se sont fixé comme objectif, il y a un an, d'absorber une partie de cet excédent de liquidité en réduisant de 3 - 4 points le taux de liquidité au cours des trois ou quatre ans à venir. L'orientation à moyen terme de cette politique leur permet de tenir compte de la situation conjoncturelle et d'éviter une rigueur qui serait malvenue.

Dans le cadre de cette politique à moyen terme, l'objectif pour 1977 a consisté à réduire le taux de liquidité de 40 à 39%; sur la base d'une croissance estimée de 10% du PNN, cet objectif impliquait une expansion de M2 de 7%. L'expansion effective de cet agrégat est restée cependant au-dessous de ce chiffre, car la balance des paiements et le secteur public n'ont pas contribué, contre toute attente, à la création monétaire; d'autre part, le secteur bancaire a respecté les limites qui avaient été fixées dans l'hypothèse d'une création monétaire, à concurrence de 2,5 milliards de florins, par l'intermédiaire de la balance des paiements et du Trésor.

Le PNN en termes nominaux ne s'est accru que de 8% et, en conséquence, le taux de liquidité n'a fléchi que de 3/4 de point. La baisse des taux d'intérêt survenue au même moment prouve que la présomption d'un excès de liquidité s'est révélée juste.

En 1978, la politique à moyen terme sera poursuivie. La banque centrale réexaminera l'opportunité d'une nouvelle réduction du taux de liquidité et entamera prochainement des négociations avec le système bancaire sur la nécessité d'une reconduction de l'encadrement du crédit bancaire.

Se référant à l'intervention de M. Emminger, M. Zijlstra reconnaît le bien-fondé de la doctrine selon laquelle la politique monétaire peut être plus expansive aussi longtemps que les mouvements des taux de change exercent une influence modératrice sur l'inflation. Une politique trop généreuse comporterait cependant deux risques. D'une part, les autorités monétaires parviendraient difficilement à absorber l'excès de liquidité au moment où les conditions en matière de taux de change se trouveraient modifiées; d'autre part, il serait malaisé de convaincre le public que l'attitude des autorités monétaires reste ferme et non permissive.

Le Président pense que la suggestion faite par M. Zijlstra est très utile et que le Comité des Gouverneurs devrait revenir sur le Rapport du "groupe Bastiaanse" lors de la prochaine séance.

M. Emminger souhaiterait connaître les critères qui ont amené les autorités néerlandaises à supposer l'existence d'une liquidité excessive et quelle était l'origine de cet excès.

M. Zijlstra répond que la liquidité excessive observée durant les années 1975 et 1976 aux Pays-Bas a eu pour origine l'excédent important de la balance des paiements et l'activité du secteur bancaire. Les autorités néerlandaises jugent excessif un taux de liquidité de 40%, en se référant à l'expérience qu'elles ont acquise pendant plus de 20 ans et qui montre qu'un taux de liquidité de 30 à 35% suffit au fonctionnement de l'économie.

M. Richardson fait remarquer que le cas néerlandais est l'inverse de la situation au Royaume-Uni, où l'expansion du crédit à l'économie interne a été minime par rapport au plafond convenu avec le FMI.

M. Hoffmeyer indique que les autorités danoises cherchent à réduire en 1978 le déficit de la balance des paiements en compte courant d'environ 50% par rapport à celui enregistré en 1976. A cette fin, les salaires réels ont été réduits au moyen notamment d'un relèvement des impôts indirects. D'autre part, les transferts à effectuer dans le cadre de la politique des revenus entraînent une forte augmentation du déficit du gouvernement central, qui n'est cependant que de nature comptable. Néanmoins, même si l'on fait abstraction de ce mouvement extraordinaire, le déficit du budget central marque une tendance ascendante du fait de la croissance réelle faible de l'économie danoise (+1% comparé par exemple à 3½% en Allemagne).

Conformément à l'arrangement conclu avec le gouvernement, le déficit de l'administration centrale sera financé dans toute la mesure du possible comme l'année précédente, par des ressources non monétaires au prix éventuellement d'une hausse des taux d'intérêt. En effet, les taux d'intérêt doivent se situer à un niveau suffisamment élevé pour placer dans le marché le volume de titres publics exigé pour financer le déficit. Il peut en résulter certains effets d'éviction sur la demande de crédit du secteur privé mais la banque centrale est déterminée à s'opposer à un financement monétaire soit directement, soit à travers le système bancaire; elle estime en outre que si une telle règle est acceptée, on n'a pas besoin de fixer et de publier des objectifs monétaires quantitatifs (de fait les chiffres qui sont présentés dans le "Rapport Bastiaanse" pour le Danemark ne sont que des prévisions non publiées).

On constate également que, si les pays recourant aux objectifs quantitatifs ont plus ou moins réalisé leurs normes, ce résultat a été hautement fortuit, étant donné que les différents éléments déterminants se sont fortement écartés des prévisions initiales. Néanmoins, il faut reconnaître la valeur éducative des objectifs quantitatifs.

M. Hoffmeyer conclut en disant qu'il a écouté avec satisfaction l'intervention faite par M. Richardson sur l'opportunité d'une action concertée et qu'il espère que les taux de croissance réelle envisagés par l'Allemagne et le Royaume-Uni seront réalisés.

M. Ortoli indique que l'examen du rapport du "groupe Bastiaanse" montre l'importance de la coordination des politiques monétaires non seulement dans la perspective de l'Union économique et monétaire, mais aussi en vue de sortir de la crise actuelle. Le travail qui est entrepris et poursuivi dans le Comité des Gouverneurs est très utile; il permet une information réciproque, et conduit en même temps à une réflexion et à un échange de vues critique sur les politiques suivies qui constituent un élément de discipline.

En ce qui concerne la préparation des débats au sein du Comité des Gouverneurs, M. Ortoli se déclare partisan de l'idée exprimée par divers Gouverneurs, lors des réunions de décembre et de janvier, selon laquelle un groupe de théoriciens de la politique monétaire pourrait approfondir les fondements théoriques de la politique monétaire et conseiller le "groupe Bastiaanse". Ce nouveau groupe pourrait pousser plus avant l'analyse des différentes méthodes dans les pays de la CEE par exemple celles de la visée à moyen terme que M. Zijlstra vient d'exposer.

En outre, il importe que le Comité des Gouverneurs procède très fréquemment à des examens des politiques monétaires, en vue d'éclaircir les problèmes que pose leur coordination. Ces examens devraient s'appuyer, comme M. Zijlstra l'a proposé dans sa note, sur les travaux du "groupe Bastiaanse" dont le mandat devrait être élargi ainsi que sur les notes que M. Lamfalussy transmettrait dans des circonstances particulières au Comité et qui énonceraient les points qu'il serait souhaitable de discuter; à cet égard, M. Ortoli voudrait réserver la possibilité à la Commission de procéder de même.

D'autre part, il serait utile de prolonger les réflexions sur les politiques monétaires au delà du cadre des Neuf, et la Commission souhaiterait être associée aux travaux qui seraient mis en oeuvre dans ce cadre élargi.

M. Ortoli estime indispensable que la Commission puisse prendre en compte d'une manière précise les orientations des politiques monétaires, au moment où elle propose au Conseil des objectifs économiques finals et des objectifs - non publiés - en matière de politique budgétaire. Il reconnaît les difficultés de nature technique et institutionnelle que comportent la fixation et la publication d'objectifs intermédiaires homogènes et chiffrés par tous les Etats membres, mais il faudrait au moins prévoir un échange de vues entre les banques centrales et la Commission sur la conformité des politiques monétaires aux objectifs finals proposés, échange de vues qui devrait se tenir avant que les banques centrales ne définissent l'orientation de leur politique.

Le Président pense que les remarques faites par M. Ortoli sont utiles à la fois pour les questions de procédure couvertes par la note de M. Zijlstra et pour les travaux des Suppléants sur la communication de la Commission concernant la coordination des politiques économiques nationales.

M. de Strycker estime que l'examen du rapport établi par le "groupe Bastiaanse" ne devrait pas se limiter à des commentaires des divers Gouverneurs sur la politique appliquée par leur banque centrale, mais devrait donner lieu à un débat où les Gouverneurs pourraient donner également leur avis sur les politiques des autres banques centrales. Il partage donc l'idée exprimée par M. Zijlstra de poursuivre la discussion, lors de la réunion de mars, en revenant sur le rapport du "groupe Bastiaanse", sur l'exposé de M. Lamfalussy et sur les différentes interventions faites par les Gouverneurs lors de la présente séance.

Le Président constate que le Comité est d'accord sur l'idée exprimée par MM. Zijlstra et de Strycker.

IV. Analyse de la 106e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison de l'heure avancée, le Comité ne procède pas à cette analyse.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Répartition des frais du secrétariat du Comité pour l'année 1977

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

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

2. Propositions relatives à l'organisation des discussions sur les politiques monétaires au sein du Comité des Gouverneurs (cf. note de M. Zijlstra)

Sur la suggestion de MM. Zijlstra et Lamfalussy, le Comité convient d'examiner les propositions soumises par M. Zijlstra lors de la prochaine séance, dans le cadre de l'adoption de l'avis du Comité au Conseil sur la communication de la Commission relative à l'amélioration de la coordination des politiques économiques nationales.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle le mardi 14 mars 1978 à 10 heures. Sur la proposition de M. de Strycker, le Comité convient de réserver la possibilité de poursuivre, en cas de besoin, la séance l'après-midi, afin de continuer à examiner le rapport du "groupe Bastiaanse".

RAPPORT SUCCINCT SUR L'EVOLUTION  
DES MARCHES DES CHANGES SUR LES PLACES OU  
LES BANQUES CENTRALES PARTICIPENT A LA CONCERTATION

---

JANVIER 1978

---

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places où les banques centrales participent à la concertation\* et les interventions de celles-ci durant le mois de janvier et les premiers jours de février 1978.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Sans inverser de façon décisive les tendances observées précédemment, le mois de janvier 1978 a connu une évolution beaucoup plus heurtée, surtout durant la première quinzaine.

En effet, le dollar EU, qui avait dans les premiers jours du mois continué à se déprécier très rapidement, au point d'atteindre le 4 janvier ses plus bas cours historiques à Francfort (DM 2,0460) et à Zurich (FS 1,8875) s'est brutalement redressé après l'annonce par les autorités américaines qu'un nouvel accord de swap avait été conclu entre le Trésor et la Deutsche Bundesbank en vue de compléter les lignes de swap de la Federal Reserve Bank et qu'elles envisageaient d'intervenir plus énergiquement pour empêcher des fluctuations erratiques de leur monnaie. Se redressant de 3% sur bon nombre de places, jusqu'à 7% à Zurich en une journée, le dollar effaçait ainsi ses pertes de la semaine précédente.

---

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



Par la suite, le dollar a progressivement reperdu du terrain, mais sans jamais cependant être l'objet de pressions aussi fortes que précédemment. En définitive, mieux orienté en fin de mois, il termine en retrait nettement plus modéré que le mois précédent sur la plupart des places et même en progrès sur certaines d'entre elles.

Bien qu'il ait enregistré des variations très accentuées à l'occasion des revirements de tendance sur le dollar, le franc suisse a encore fait preuve d'une grande fermeté, confirmant notamment son avance à l'égard du mark allemand. La Banque Nationale Suisse a continué d'en régulariser le cours, mais, contrairement au mois précédent, ses achats de dollars ont été inférieurs aux conversions d'emprunts des non-résidents sur le marché suisse.

Le retour à un calme relatif sur le marché du dollar a largement contribué à dissiper les tensions à l'intérieur du "serpent".

Ainsi, bien que le mark soit resté à peu près constamment en tête du groupe de monnaies à fluctuation limitée, il a été rejoint par la couronne danoise. Le franc belge s'est rapproché sensiblement du mark, malgré des interventions importantes à l'achat de la Banque Nationale de Belgique et la réduction par étapes de son taux d'escompte. Le florin a suivi une évolution pratiquement parallèle à celle du franc belge.

Enfin, si elle est restée la plus faible du groupe, la couronne norvégienne a quitté son cours plancher contre mark allemand dès le 5 janvier.

La livre sterling a continué de progresser (2,3% contre dollar) grâce à l'amélioration du climat social britannique, au ralentissement de l'inflation en Grande-Bretagne et à l'annonce du prochain remboursement de \$ 1 milliard au Fonds Monétaire International. La réduction du "minimum lending rate" de 7 à 6½% n'a pas infléchi les dispositions favorables de la livre.

La lire italienne, qui avait marqué un vif recul au moment de la démission du gouvernement, a fait montre de résistance par la suite, sous l'effet d'abord d'un soutien vigoureux de la Banca d'Italia puis d'une meilleure orientation du marché.

Le comportement de la couronne suédoise, assez nerveux en début de mois, a été ensuite plus stable. Le contrôle de la Sveriges Riksbank l'a maintenue à un taux effectif pratiquement inchangé d'un mois à l'autre.

Les trois monnaies suivantes ont reculé contre dollar.

Le franc français, encore bien orienté durant la première quinzaine du mois, a nettement fléchi ensuite sur une résurgence des incertitudes

politiques qui ont largement compensé l'évolution pourtant favorable du commerce extérieur et du taux d'inflation. Le recul du franc, freiné par la Banque de France, est toutefois resté modéré.

Le yen a été moins recherché. L'amélioration des relations commerciales avec les Etats-Unis a amené une certaine détente sur le cours du yen (moins  $\frac{3}{4}\%$  à New York). La Banque du Japon est intervenue dans le marché, freinant des poussées épisodiques en début de mois; mais globalement, ses interventions ont nettement diminué.

Enfin le dollar canadien n'a pas confirmé son amélioration du mois précédent puisqu'il a enregistré un recul de 1,20% contre dollar EU.

## II. INTERVENTIONS AU MOYEN DU DOLLAR

Les interventions effectuées au moyen du dollar par les banques centrales participant à la concertation ont porté sur des montants sensiblement inférieurs à ceux du mois dernier: \$ 4,7 milliards à l'achat et \$ 2,6 milliards à la vente.

Le soutien des autorités américaines au dollar a été notablement plus actif. Ainsi, pour le seul mois de janvier, leurs interventions ont été supérieures au montant total réalisé pendant toute l'année 1977. Elles ont représenté plus du tiers des acquisitions nettes du mois sous revue.

Les achats de dollars par les autres banques centrales ont été plus dispersés que précédemment. Ainsi, la Deutsche Bundesbank et la Banque Nationale Suisse y ont-elles encore contribué, mais compte tenu de la contrepartie qu'elles ont fournie aux conversions d'emprunts, le solde final de leurs opérations, encore positif pour la première, est légèrement négatif pour la seconde.

Pour leur part, la Banque du Japon et la Bank of England ont encore effectué d'importantes acquisitions représentant pour chacune un quart du total net.

Les instituts d'émission canadien, français, italien et suédois ont encadré leur marché par des achats et des ventes, mais si la Sveriges Riksbank conserve un solde positif appréciable, celui de la Banque de France est plus marginal alors que la Banque du Canada et surtout la Banca d'Italia ont finalement puisé dans leurs réserves.

### III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions de soutien en monnaies européennes ont été concentrées sur les tout premiers jours du mois. Totalisant la contre-valeur approximative de \$80 millions, elles représentent essentiellement des achats de couronnes norvégiennes à son cours limite contre mark et un appui, également grâce à la monnaie allemande mais à l'intérieur des marges, à la couronne danoise et au florin.

Par la suite, la diminution des tensions au sein du "serpent" a permis aux partenaires de la Deutsche Bundesbank de racheter des marks pour l'équivalent de près de 300 millions de dollars.

Ces marks ont été utilisés:

- par la Banque Nationale de Belgique et la Nederlandsche Bank pour réduire leurs engagements envers le Fonds européen de coopération monétaire,
- par la Norges Bank pour alléger sa dette bilatérale,
- par la Danmarks Nationalbank pour reconstituer ses réserves.

\* \* \*

Pendant les dix premiers jours de février le dollar EU a été assez irrégulier; il a finalement peu varié cependant dans l'ensemble. Au sein du groupe de monnaies à variation limitée, qui en moyenne a légèrement baissé contre dollar (0,15%), le mark allemand et la couronne danoise ont alterné en tête, la seconde marquant finalement une tendance plus faible. Le florin, en revanche, a fait preuve d'une certaine vigueur et le franc belge est resté assez bien orienté. Par contre, l'écart qui sépare la couronne norvégienne de ses partenaires, ne s'est pas réduit. Le franc suisse a continué d'être la monnaie la plus ferme (+1% contre dollar en dix jours). Bien qu'à un moindre degré, la lire italienne s'est également bien comportée (+0,4%). La couronne suédoise a quelque peu fléchi; le yen et le dollar canadien ont peu varié.

Les interventions des banques centrales concernées ont été dans l'ensemble relativement peu importantes:

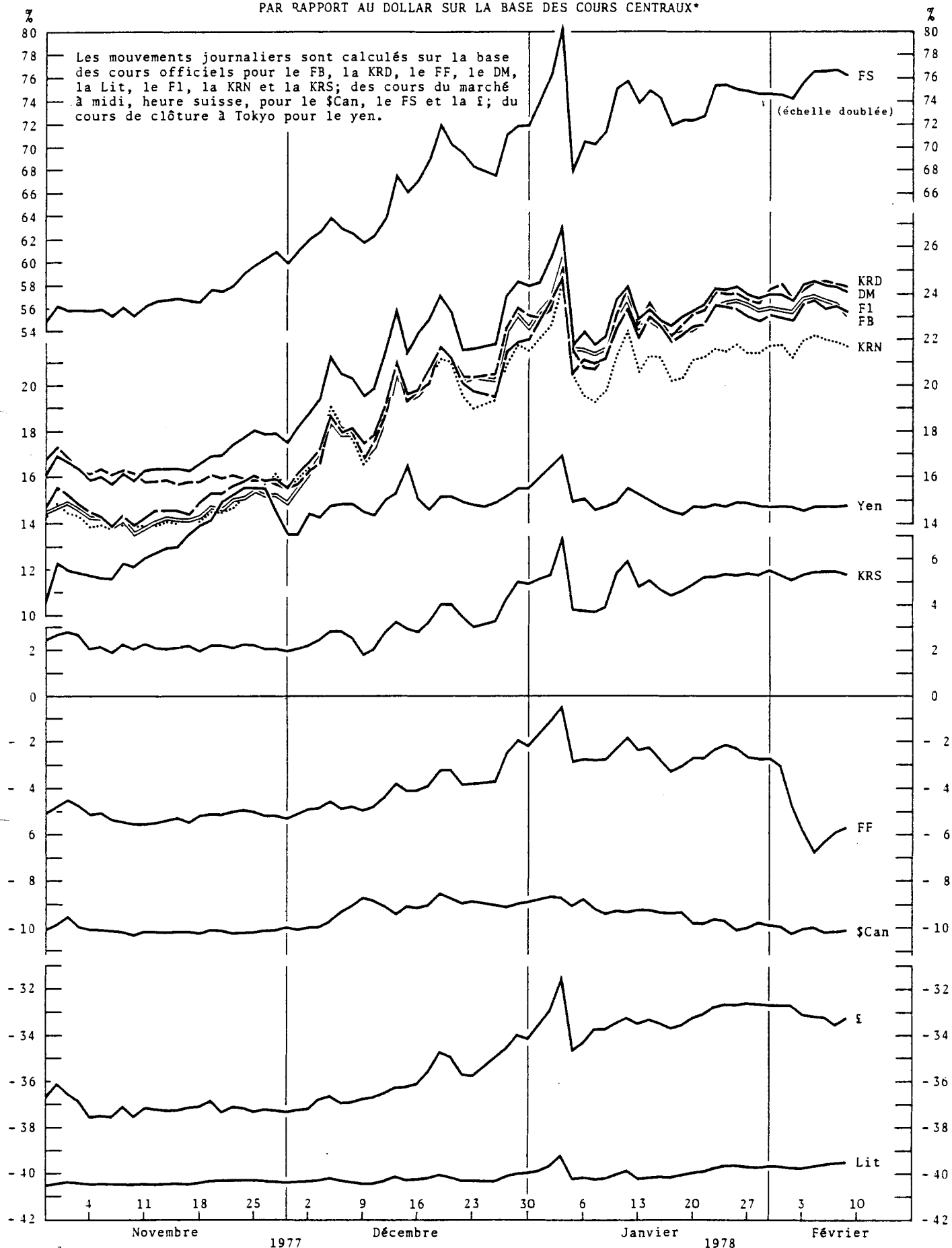
- les acquisitions de dollars de la Deutsche Bundesbank et de la Banque Nationale Suisse ont finalement été inférieures aux cessions relatives aux conversions d'emprunts extérieurs;
- la Banque Nationale de Belgique, la Norges Bank et la Nederlandsche Bank ont poursuivi les rachats de marks;
- la Banca d'Italia et la Banque du Canada sont intervenues dans les deux sens dans leur marché;
- les cessions de dollars de la Norges Bank ont atteint un total assez élevé.

Les monnaies française et britannique ont fait l'objet de marchés plus mouvementés.

Les cours du sterling, plus versatiles qu'en janvier, en raison notamment des problèmes salariaux, n'ont pas enregistré d'amples fluctuations grâce à l'intervention opportune de la Bank of England.

Enfin, le franc français a fortement fléchi contre toutes devises (3,5% contre dollar et mark, 4,5% contre franc suisse). Les incertitudes préélectorales sont à l'origine de ce mouvement, que la Banque de France a contenu par des ventes substantielles de dollars et par le relèvement des taux intérieurs.

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 40,3344; FF 4,60414; F1 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.

9 février 1978

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)

