

PROCES-VERBAL**
DE LA CENT-VINGT-ET-UNIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 9 MAI 1978 A 10 HEURES

Sont présents*: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. de Strycker, accompagné par MM. Janson et Vanden Branden; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl et Rieke; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Reynolds; le Directeur Général de la Banca d'Italia, M. Ercolani, accompagné par M. Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Timmerman, de Boer et Hazenberg; 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 Morelli; 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 Mortby sont aussi présents, ainsi que M. Lamfalussy.

I. Approbation du procès-verbal de la 120e 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 120e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

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

** Texte définitif, approuvé lors de la séance du 11 juin 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 d'avril et des premiers jours de mai 1978: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du Rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

A. Rapport succinct sur la concertation

M. Heyvaert résume brièvement les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal et présente quelques commentaires sur les mouvements les plus notables qui ont été observés dans les réserves brutes des banques centrales participant à la concertation.

B. Discussion du Comité

M. Getz Wold fait remarquer que durant la période écoulée depuis le dernier réalignement de 8% du taux-pivot de la couronne norvégienne en février, le marché de cette devise a été assez calme. En avril, la couronne norvégienne a fait l'objet d'une certaine pression à la baisse qui a été contrecarrée par des interventions effectuées par la Norges Bank pour un montant d'environ 300 millions de dollars. Après quelques jours, le marché semble cependant être redevenu confiant dans l'avenir de la couronne norvégienne et, début mai, quelques rachats de dollars ont même pu être faits.

L'ajustement de 8% du taux-pivot de la couronne norvégienne en février s'est traduit par une dépréciation effective de 6 à 6,5%. L'évolution du dollar est un facteur très important notamment pour les industries de la navigation et du papier; aussi la reprise récente des cours de la devise américaine est-elle bienvenue. Les politiques monétaire et budgétaire sont orientées vers l'austérité en vue d'éviter un accroissement de la consommation et les conflits dans le domaine social seront soumis à l'arbitrage, procédure qui est acceptée par toutes les parties et qui devrait permettre la modération de l'évolution des salaires.

Certains groupes d'exportateurs (notamment l'industrie de la navigation) demandent actuellement aux autorités norvégiennes de suivre, dans leur politique de taux de change, l'exemple de la Suède. Mais cette demande, ainsi que les discussions qui apparaissent dans la presse (par exemple l'article du 8 mai dans la "Basler Zeitung") reflètent plutôt des vues extrêmes dans l'éventail d'opinions. Par ailleurs, le Premier Ministre norvégien a récemment confirmé à nouveau la volonté de la Norvège de rester

dans le "serpent", mécanisme dont l'élargissement ne pourrait être que bienvenu.

M. Richardson fait remarquer au sujet des interventions massives effectuées par la Bank of England, que les sorties de capitaux durant le mois d'avril ont été aussi rapides que les entrées de capitaux auxquelles on a assisté en 1977 et qui ont entraîné une forte augmentation des réserves. L'expérience des dernières années fait ressortir la tendance des marchés à exagérer les mouvements une fois que ceux-ci sont amorcés. Le terrain que la livre sterling a gagné depuis octobre 1977 (7% en termes de taux de change effectif) a été perdu, mais le taux actuel de la livre correspond à l'idée d'une stabilité raisonnable et représentera la base de référence pour la politique d'intervention de la Bank of England.

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, rapport qui comme d'habitude sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. Examen des premières conclusions des Suppléants sur les possibilités d'assurer une plus grande stabilité des rapports de change entre les monnaies des Etats membres de la CEE

Le Président invite M. Janson à présenter les conclusions auxquelles les Suppléants sont arrivés jusqu'à présent dans leurs études.

M. Janson rappelle au Comité que les Suppléants ont été invités en avril à procéder à un examen général de la nature des politiques de change poursuivies actuellement au sein de la Communauté, d'une part, et des vues des banques centrales de la CEE sur les types d'arrangements de change envisageables et susceptibles de réaliser une plus grande stabilité dans les relations de change intracommunautaires d'autre part. Les résultats de cet examen sont résumés dans une note qui a été envoyée à toutes les banques centrales et dont on peut tirer notamment la conclusion qu'il existe, à l'heure actuelle, un éventail non seulement dans les politiques de taux de change poursuivies mais aussi dans les conceptions relatives au système à

mettre en oeuvre dans l'avenir. En schématisant un peu, on peut néanmoins déceler deux grandes tendances:

- L'une est en faveur du statu quo; elle met l'accent sur la nécessité de mettre en oeuvre des politiques internes de nature à rétablir les équilibres économiques généraux, elle n'estime pas nécessaire d'apporter des aménagements aux arrangements de change et de crédit mis à part des dispositions bilatérales éventuelles, et ne prévoit, vis-à-vis du dollar, aucune politique plus dynamique que celle qui a été mise au point en 1975 en vue de maintenir l'ordre dans les marchés.
- L'autre tendance est en faveur de formules plus ou moins avancées et nouvelles. Une de ces formules propose un système de change nouveau fondé sur un numéraire commun à tous les pays membres, à savoir l'UCE-panier, ce qui signifierait une grande réforme pouvant conduire à l'abandon du "serpent". Une autre formule maintient le "serpent", prévoit quatre piliers représentés par les quatre principales monnaies de la CEE (le "serpent" étant considéré comme une zone DM), et envisage des obligations limitées à l'abstention d'interventions susceptibles d'accuser des tendances du marché et au déclenchement de consultations en cas de difficulté. Une autre formule, enfin, préconise, d'une part, une politique de dollar plus "musclée" à poursuivre par les pays du "serpent", d'autre part, pour les pays hors de ce mécanisme, le respect d'axes de référence, éventuellement au moyen d'interventions dans le marché.

Les premières conclusions des discussions des Suppléants sont présentées dans une note* datée du 8 mai 1978 qui a été remise aux Gouverneurs. Il convient de souligner l'accord général des Suppléants sur plusieurs points et notamment sur le fait:

- que le maintien du statu quo dans le domaine des arrangements de change communautaires ne s'impose pas nécessairement,
- que le problème du dollar retient l'attention des banques centrales.

Le document expose, en outre, une série de questions et en particulier la question fondamentale de savoir si le Comité considère que le "serpent" devrait être maintenu, tout en étant accompagné de nouvelles formules pour les pays qui n'en font pas partie, ou, au contraire, s'il faudrait prévoir

* Il s'agit de la note en date du 8 mai 1978, annexée au présent procès-verbal et intitulée "Recherche d'une meilleure stabilité des relations de change intracommunautaires".

dès à présent un système nouveau fondé sur un numéraire commun, par exemple l'UCE-panier. Une banque centrale a insisté particulièrement sur cette dernière formule et deux autres ont marqué aussi un certain intérêt, tandis que les membres du "serpent" ont exprimé des réserves.

M. Zijlstra pense qu'il n'appartient pas aux Gouverneurs de faire le choix fondamental entre les deux options mentionnées par M. Janson, ce choix étant de caractère hautement politique. On pourrait étudier la technique de différentes formules et indiquer aux Ministres des Finances que, s'ils font le choix politique nécessaire, les modalités d'application pourront être élaborées par les Gouverneurs et présentées ensuite aux Ministres.

Le Président propose de voir si les premières conclusions dégagées par les Suppléants sous les points a), b), c) et d) de la note datée du 8 mai 1978, et qui constituent somme toute de simples constatations, recueillent aussi l'assentiment des Gouverneurs.

M. Emminger n'a pas de difficultés avec les points a) et b), mais a certaines hésitations au sujet des points c) et d). Il aimerait savoir si ces points constituent de simples constats ou s'ils comportent déjà des engagements à établir de nouveaux systèmes de change (dont on ne connaît pas encore la nature) et à mener une certaine politique vis-à-vis du dollar.

M. Janson répond que le point c) tient compte des vues divergentes sur la question de savoir dans quelle mesure la stabilité des taux de change se situe "en aval" ou "en amont" de la restauration des équilibres économiques généraux. Les partisans de la priorité à donner à cette restauration reconnaissent tout de même que de nouveaux arrangements de change pourraient contribuer à réaliser une meilleure stabilité monétaire interne et externe.

En ce qui concerne le point d), les Suppléants ont reconnu que les fluctuations brusques des cours du dollar accusent les écarts existant déjà entre les monnaies communautaires. Il s'agit d'une simple constatation qui mène cependant logiquement à la question de savoir quels moyens pourraient être mis en oeuvre pour éviter qu'on accentue, à travers les politiques d'intervention, ces écarts.

Le Président propose de modifier la rédaction des points c) et d) de manière à ce qu'ils prennent l'allure de simples constatations. Les conclusions qu'on peut en tirer devraient être réservées pour plus tard aux Gouverneurs ou, dans la mesure où elles seraient de nature politique, aux Ministres.

M. Emminger interroge M. Janson sur la signification de la phrase "l'évolution du dollar sur les marchés des changes est de nature à accuser les écarts entre les monnaies communautaires".

M. Janson indique qu'il s'agit d'une constatation simpliste. Les écarts entre les taux d'inflation dans les différents pays de la CEE (3 à 14%) se traduisent nécessairement par une divergence des évolutions des monnaies communautaires, mais ces divergences peuvent être amplifiées dans les périodes où le dollar est faible. Dans ces périodes, il conviendrait d'éviter des pratiques d'intervention qui accentueraient encore la faiblesse du dollar.

M. Emminger admet que la faiblesse du dollar peut retentir défavorablement sur les relations de change intracommunautaires, mais il n'est pas disposé à parler à ce stade de politique d'intervention. Avec cette réserve qui pourrait faire l'objet de discussions ultérieures, il marque son accord sur le point d).

Le Président pense qu'on peut retenir la constatation que les amples fluctuations du cours du dollar compliquent la réalisation de la cohésion monétaire intracommunautaire et qu'on verra plus tard par quelles méthodes on pourrait faire face à ce problème. Les discussions ultérieures devraient être menées dans l'optique d'une plus grande stabilité entre les monnaies de la CEE et éventuellement entre celles-ci et le dollar. Le Communiqué de presse de Copenhague a été très bref sur ce point, mais il semble clair que les Chefs d'Etat ou de gouvernement souhaitent qu'on trouve des formules permettant d'assurer cette plus grande stabilité. C'est sous cet angle qu'il faut donc examiner les mérites des différentes propositions.

M. Richardson constate, dans le point a), un écart entre l'original français du document établi par les Suppléants et la traduction anglaise qui serait à revoir.

Le Président indique que les Gouverneurs doivent réfléchir aux directives qu'ils pourraient donner aux Suppléants pour la poursuite de leurs travaux. Comme M. Janson l'a dit, les arrangements actuels en matière de change paraissent tout à fait satisfaisants à certaines banques centrales, tandis que d'autres estiment que ces arrangements pourraient être adaptés ou même remplacés par d'autres formules. L'idée de maintenir, sans le modifier, le système existant paraît, à première vue, une réponse insuffisante au souhait exprimé par les Chefs d'Etat et de gouvernement d'une plus grande

stabilité. Il faudrait donc analyser les politiques de taux de change menées actuellement par les pays membres en vue de déceler les aménagements qui pourraient être apportés pour obtenir une plus grande stabilité des relations de change intracommunautaires. Dans l'hypothèse où les Gouverneurs concluraient que certains aménagements sont possibles et souhaitables, il conviendrait alors d'examiner si les méthodes à utiliser devraient être uniformes ou, au contraire, différentes et adaptées à la situation de chaque pays ou de certains groupes de pays.

M. Zijlstra se demande si la question posée par le Président ne reprend pas, de manière atténuée, la question présentée par les Suppléants du choix fondamental entre un nouveau système commun à tous les pays membres de la CEE ou le maintien, en l'améliorant, du régime actuel. Il rappelle qu'il a déjà indiqué qu'à son avis, une telle question est de nature hautement politique.

Le Président reconnaît le caractère politique de la question mais estime que les Gouverneurs peuvent étudier si un système commun à tous les pays membres pourrait, d'un point de vue technique, contribuer à réaliser une plus grande stabilité des relations de change intracommunautaires.

M. Emminger préférerait une approche différente, à savoir: existe-t-il une possibilité de maintenir le "serpent" en tant que noyau du système de change communautaire, et plus ou moins comme il est actuellement, tout en prévoyant pour les pays hors du "serpent" certains arrangements transitoires permettant à leurs monnaies de se rapprocher progressivement de celles du "serpent"?

M. Ortoli indique que sa position est très voisine de celle de M. Emminger et n'estime pas utile de discuter d'un choix entre deux systèmes dont on ne connaît pas les modalités. Il propose de s'interroger sur le système que les pays qui ne font pas partie actuellement du "serpent" seraient prêts à accepter, et d'examiner ensuite les implications d'un tel système pour le "serpent". Il faut notamment voir le type d'engagement que les pays seraient disposés à souscrire, c'est-à-dire soit de s'abstenir de toute action de nature à contrarier les objectifs en matière de taux de change, soit de mettre en oeuvre des interventions en vue de maintenir une relation étroite entre leurs monnaies et celles du "serpent". Dans le second cas, les pays auraient pratiquement rejoints le "serpent" et la question de

l'adaptation de ce mécanisme se poserait. Dans le premier cas, il faudrait songer à des arrangements transitoires et étudier la cohérence de ces arrangements avec le "serpent". La Commission a déjà répondu à cette question dans ses propositions.

Il conviendra aussi de considérer la question de la nécessité éventuelle d'élargir les concours mutuels, question pour laquelle les propositions présentées par la Belgique en 1977 ont déjà fourni certains éléments.

M. Hoffmeyer soutient le point de vue exprimé par M. Emminger. Il regrette que le document établi par les Suppléants trace une ligne de démarcation entre deux groupes, les uns préconisant le maintien du "serpent", les autres étant en faveur d'un nouveau système dont les modalités ne sont pas connues. Une telle présentation reflète mal les opinions en présence, car les pays du "serpent" sont toujours disposés à discuter des méthodes de nature à améliorer la situation dans le domaine de la politique de taux de change au sein de la Communauté.

M. Ercolani pense qu'à la lumière de l'expérience du passé, il faudrait envisager une étape transitoire dans laquelle le "serpent" subsisterait, complété de certains rapports à établir entre le DM et les monnaies hors du "serpent". Il semble donc préférable de ne pas insister sur le choix fondamental entre système nouveau ou régime existant aménagé et d'examiner les autres questions présentées par les Suppléants.

Le Président reconnaît que les questions s'adressent principalement aux pays hors du "serpent" pour savoir en particulier quels sont les progrès qu'ils pourraient faire dans la voie du rapprochement de leurs monnaies de celles des autres et quelles sont les méthodes qui pourraient être envisagées. Ces questions sont présentées à la page 2 du document établi par les Suppléants mais le terme "obligation" qui est utilisé est peut-être trop contraignant à l'heure actuelle et devrait être remplacé par le terme "intention". Les Gouverneurs des pays concernés devraient donc se prononcer sur le type de politique de taux de change qu'ils estiment possible de poursuivre dans les mois à venir, et sur les concours mutuels qui leur paraissent utiles ou nécessaires pour mettre en oeuvre leurs intentions.

En réponse à une question de M. Zijlstra, M. Ortoli fait remarquer que lors de la session d'avril, le Conseil des Ministres des Finances a invité le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs à examiner les

problèmes monétaires en fonction des conclusions dégagées par le Conseil européen de Copenhague.

M. Zijlstra souhaiterait recevoir un mandat plus précis et plus formel de la part des Ministres des Finances.

Le Président pense que les Chefs d'Etat et de gouvernement s'attendent à ce que les Gouverneurs leur donnent des indications sur la manière de réaliser le voeu exprimé à Copenhague d'une plus grande stabilité des taux de change.

Le Président poursuit en disant que si la question fondamentale et en quelque sorte préalable qu'il a posée est laissée de côté, il serait peut-être utile de commencer par la question No 1 proposée par les Suppléants à la page 2 de leur note, à savoir si les pays hors du "serpent" doivent définir leur politique de change en fonction, soit d'une base de référence commune (tel que par exemple l'UCE ou tout autre panier de monnaies), soit d'un taux de change effectif individuel.

M. Ortoli suggère de mettre en dernier cette question et de se pencher d'abord sur la définition des obligations.

M. Zijlstra partage l'avis de M. Ortoli et propose d'examiner les questions Nos 2 à 4 que les Suppléants ont présentées, tout en évitant le terme "obligation".

Le Président marque son accord sur la suggestion de M. Zijlstra. La première question à discuter se pose donc comme suit: Est-ce que l'action visant à un rapprochement des monnaies communautaires doit porter uniquement sur les efforts d'adaptation des politiques internes ou faut-il compléter cette action par une politique de taux de change plus active notamment par le jeu d'interventions en monnaies communautaires. Si une telle politique plus active est acceptée par tous, il conviendra ensuite d'en définir les modalités et les moyens.

M. Zijlstra fait remarquer au sujet de cette question que les pays membres du "serpent" n'ont pas d'obligation explicite d'adapter leurs politiques internes; on suppose plutôt qu'ils mènent les politiques internes nécessaires pour maintenir leur monnaie dans le "serpent". Il ne semble donc pas nécessaire d'introduire de telles obligations explicites pour les pays hors du "serpent".

M. Ercolani indique que la politique d'intervention et les politiques internes sont liées l'une à l'autre. La politique d'intervention est mise en oeuvre en vue de stabiliser à court terme le marché d'une devise, tandis qu'une stabilité à plus long terme ne peut être réalisée que par un inflexible des politiques internes. L'Italie serait prête à accepter une contrainte en matière de politique interne, étant entendu qu'on garderait le droit de poursuivre une politique d'intervention.

Le Président fait observer que tous les Gouverneurs devraient être d'accord sur la constatation qu'il existe une concordance nécessaire entre les politiques internes et les politiques de taux de change. La question à discuter va cependant plus loin, à savoir par quelles méthodes ce rapprochement désirable des monnaies communautaires peut être réalisé.

M. Clappier estime que l'établissement d'une zone de stabilité monétaire en Europe est un objectif qui a été envisagé à Copenhague et qu'il appartient aux Gouverneurs de réfléchir sur les possibilités d'atteindre cet objectif.

Le "serpent" est assurément un mécanisme très utile, bénéfique et favorable à la stabilité monétaire qu'on cherche à rétablir. L'expérience a toutefois montré que s'il est viable et solide pour les membres actuels, il n'est pas adapté aux autres monnaies communautaires, celles-ci constituant un élément de faiblesse. Il conviendrait donc tout d'abord d'examiner les raisons pour lesquelles, étendu aux monnaies qui n'en font pas partie actuellement, le "serpent" a vu ses crises se multiplier et, sur la base de cet examen, de réfléchir aux possibilités de limiter l'ampleur des crises. On pourrait dire qu'il suffit que les pays hors du "serpent" pratiquent une politique économique générale plus comparable à celle des pays membres du "serpent", mais cela est plus facile à dire qu'à faire. L'appartenance au "serpent" constitue certes en elle-même un élément positif d'orthodoxie de la politique économique, notamment dans le domaine de la lutte contre l'inflation, mais on ne peut oublier les crises du passé.

M. Clappier se déclare plus favorable au genre d'étude qu'il vient de mentionner qu'à l'examen des obligations que les pays hors du "serpent" pourraient accepter. En effet, ces pays suivent des politiques économiques raisonnables; en outre, ils s'efforcent par leur politique de change de maintenir les cours et ne cherchent pas en particulier à réaliser des "dévaluations compétitives".

Le document établi par les Suppléants constate que quelques banques centrales se sont exprimées en faveur d'un système de change nouveau fondé sur l'UCE-panier. Il faut interpréter cette intention dans le sens qu'il serait utile d'examiner si un tel système serait de nature à faciliter l'extension du "serpent" aux pays qui n'en font pas partie actuellement, car il importe de trouver le système qui serait le plus apte à rassembler, le plus rapidement possible, le plus grand nombre possible de monnaies de la Communauté.

M. Clappier se réfère en outre à l'exposé dans lequel M. Lamfalussy a indiqué en avril qu'à son avis les problèmes actuels du dollar sont tels qu'ils risquent fort de rendre d'avance caducs tous les efforts faits pour lier toutes les monnaies communautaires entre elles. En effet, même si ces monnaies sont rassemblées dans un seul mécanisme stable, il est à craindre que certaines seront toujours considérées comme plus fortes ou meilleures que d'autres, et la spéculation jouera là-dessus. On peut donc se demander si la solution au problème du dollar ne constitue pas une condition préalable pour une meilleure cohésion monétaire en Europe et, partant, s'il ne convient pas d'abord de réfléchir en commun sur les moyens, s'il y en a, de résoudre le problème du dollar.

Le Président suggère d'inviter les Suppléants à poursuivre leurs études sur les questions ci-après, sans préjudice des décisions finales à prendre par les autorités politiques compétentes.

- Quels seraient les aménagements à apporter aux arrangements actuels, qui, à la lumière de l'expérience, permettraient à tous les pays ou au moins à la plupart d'entre eux de faire partie d'un système commun?
- Quels sont les arrangements qui, tout en maintenant le "serpent", assureraient un rapprochement entre les monnaies du "serpent" et celles qui n'en font pas partie? Techniquement, de tels arrangements se traduiraient par certaines méthodes d'intervention dans le marché des changes, ce qui conduirait à examiner les concours mutuels à prévoir pour mener cette politique d'intervention plus active.

M. Ortoli fait remarquer que les propositions de la Commission sont dans la ligne de pensée de M. Clappier. En effet, c'est à partir de l'idée qu'on ne pourra pas apporter rapidement une solution à l'instabilité du

dollar et donc aux problèmes et tensions que celle-ci entraîne pour les monnaies communautaires que la Commission n'a pas opté pour la rentrée des monnaies hors du "serpent" dans un mécanisme rénové; elle a choisi plutôt de proposer une formule plus souple, celle des zones-cibles. La fixation de celles-ci n'est naturellement pas sans problèmes, car d'une part, les autorités seraient normalement censées tâcher de maintenir leur monnaie dans la cible, d'autre part la cible est un point de repère pour la spéculation.

Pour cette raison, la Commission a estimé utile de ne pas donner un caractère trop rigide à l'obligation d'intervenir, car il y a des situations où il vaut mieux laisser glisser le cours que de perdre trop de réserves.

Si l'on trouvait des aménagements aux arrangements existants, susceptibles d'assurer un rapprochement progressif de toutes les monnaies communautaires, on devrait alors étudier la cinquième question posée par les Suppléants, à savoir celle de la mise en oeuvre de concours additionnels dans le cadre du FECOM pour les pays hors du "serpent". A cet égard, la Commission propose l'extension en montant et durée des facilités de crédit et, en vue d'arriver à un partage de risque équitable, l'utilisation de l'UCE-panier en tant que libellé des créances et dettes entre banques centrales. L'UCE présente encore un autre aspect, celui de son utilisation éventuelle en tant que numéraire du système.

M. Ortoli conclut en disant que le problème du dollar et celui de la coordination des politiques économiques générales des Etats membres nécessitent du temps pour être résolus. Tenant compte de ces difficultés, la Commission propose, comme un début de contrainte:

- de consolider "en aval" le système de change communautaire avant de s'engager d'une façon plus poussée dans des relations de change quasi fixes qui ne seraient pas viables,
- de mettre en oeuvre "en amont" un système de politiques économiques conformes aux objectifs en matière de taux de change; il convient cependant de souligner que dans ce contexte les politiques monétaires sont d'une importance primordiale et qu'il faudrait déployer plus d'efforts pour arriver à des résultats plus concrets dans ce domaine.

M. McMahon indique qu'il partage largement les raisonnements de MM. Clappier et Ercolani. La politique britannique vise à maintenir la

stabilité monétaire interne et externe. Sur le plan interne, le but est de modérer le rythme d'accroissement des agrégats monétaires, tandis que sur le plan externe, on cherche à maintenir stable le taux de change effectif, ces deux objectifs facilitant l'atténuation de la hausse des prix. Lorsque des conflits sont apparus entre les objectifs externes et internes, priorité a été donnée à la stabilité interne. Comme M. Clappier l'a dit, la politique de taux de change poursuivie n'est pas "perverse" et ne cherche pas à réaliser des "dévaluations compétitives"; le Royaume-Uni espère plutôt que ses résultats en matière de taux d'inflation et de comptes extérieurs se rapprocheront de ceux des pays membres du "serpent". La rentrée de la livre sterling dans le "serpent" actuel ou dans un système rénové serait techniquement concevable dès lors que des progrès suffisants auront été enregistrés mais la question devra alors être tranchée au niveau politique. Il s'en suit que la Bank of England ne s'estime pas en mesure de prendre position dans des discussions qui laisseraient entendre qu'on négocie les conditions dans lesquelles la livre sterling pourrait rejoindre le "serpent" ou un système de change communautaire unique, condition comportant par exemple une extension des mécanismes de concours mutuel.

En revanche, les autorités britanniques s'intéressent, en termes plus immédiats, aux possibilités d'un usage plus grand des monnaies communautaires dans les interventions, surtout dans le cas d'une faiblesse du dollar. Par ailleurs, elles sont plutôt sceptiques à l'égard d'un arrangement lâche comme celui de zones-cibles, car elles considèrent que si on s'engage dans un système, on doit avoir les avantages de la discipline et de la contrainte pour compenser les obligations souscrites et les risques que représente le système en matière de spéculation.

Le Président tire du débat les conclusions suivantes:

a) Le Comité des Gouverneurs a effectivement reçu du Conseil des Ministres des Finances de la CEE un mandat; en effet, le relevé des décisions de la session du Conseil du 17 avril 1978 stipule que "le Conseil a invité le Comité des Gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la CEE et le Comité monétaire à poursuivre leurs travaux couvrant les problèmes monétaires de la Communauté et à lui faire rapport pour sa session de mai ou de juin".

b) Les Gouverneurs acceptent les constatations faites par les Suppléants dans leur document (points a), b), c) et d) à la page 1) sous réserve des modifications rédactionnelles convenues.

c) Un accent particulier doit être mis sur l'importance du problème du dollar, ses répercussions sur la situation dans la CEE et sur les possibilités de rapprochement des monnaies communautaires entre elles.

d) Tout en laissant ouvertes les questions de choix politique, les Suppléants devraient poursuivre leurs travaux techniques qui pourraient porter sur deux aspects:

- Quels sont les arrangements techniques éventuels qui permettraient d'associer, à un moment ultérieur non précisé, l'ensemble des monnaies communautaires?
- Dans l'hypothèse du maintien du "serpent", quels pourraient être les arrangements additionnels qui assureraient une plus grande stabilité dans les relations de change entre les monnaies du "serpent" et celles qui n'en font pas partie? Quels sont les modalités d'assistance mutuelle, dans le cadre du FECOM ou en dehors de celui-ci, avec un libellé en UCE-panier ou différent, qui pourraient faciliter le rapprochement des monnaies communautaires?

M. Ortoli pense que le mandat proposé par le Président implique un travail important qui, étant donné les délais courts jusqu'aux prochaines sessions du Conseil des Ministres des Finances en juin et du Conseil européen au début du mois de juillet, pose un problème d'organisation de travail.

M. McMahon se demande comment on peut faire un rapport technique sur les aménagements qu'il serait nécessaire d'apporter au "serpent" pour étendre celui-ci à toutes les monnaies de la Communauté. Il y a certes des aspects techniques mais un tel mandat va bien au-delà de ces aspects.

M. Janson partage les appréhensions de M. McMahon et préférerait limiter l'étude aux arrangements ou aménagements qui pourraient être envisageables dans l'immédiat. En effet, il semble presque exclu de pouvoir trouver actuellement un système acceptable et valable pour tous les pays, car inévitablement certains le jugeraient trop lâche et d'autres au contraire trop contraignant.

Le Président pense qu'il serait utile, en vue du rapport aux Ministres:

- de savoir qu'une plus grande stabilité des taux de change pourrait être recherchée selon différentes méthodes;

- de connaître les modalités de fonctionnement d'un système pouvant accueillir tous les Etats membres ou le plus grand nombre possible d'entre eux et, dans l'hypothèse du maintien du "serpent", les modalités d'arrangements transitoires destinées à aider les pays hors du "serpent" dans leur politique de change; la décision d'entrer dans tel ou tel système dépasse naturellement la compétence des Suppléants ou des Gouverneurs et relève des instances politiques.

M. Janson se déclare prêt à tenter cet exercice; il craint cependant qu'il ne soit pas très utile de vouloir déterminer les conditions d'un mécanisme de change unique sans s'assurer au préalable que ces conditions sont acceptables pour les pays concernés.

M. Ortoli partage les préoccupations exprimées par MM. McMahon et Janson. Il ne faut pas vouloir chercher la "pierre philosophale" et se fixer comme objectif un système absolument unique, mais plutôt se demander:

- s'il y a des éléments techniques susceptibles de contribuer à une meilleure stabilité des relations de change et acceptables pour tous les pays de la Communauté (par exemple interventions en monnaies communautaires, extension des concours mutuels),
- dans quelle mesure de tels arrangements affecteraient le fonctionnement du "serpent".

Les Suppléants devraient centrer leurs études autour de ces questions et présenter ensuite un bilan des différentes opinions aux Gouverneurs.

Le Président constate que le Comité est d'accord pour que les Suppléants travaillent dans ce sens et prie M. Janson d'organiser les travaux.

IV. Analyse de la 109e 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

Il n'y a pas d'autres questions.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

Ainsi qu'il a déjà été décidé lors de la séance d'avril, la prochaine séance aura lieu à Bâle, le dimanche 11 juin 1978 à 10 heures.

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

AVRIL 1978

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des pays dont les banques centrales participent à la concertation* et décrit brièvement les interventions de celles-ci durant le mois d'avril et les premiers jours de mai 1978.

I. EVOLUTION DES TAUX DE CHANGE

En avril, les taux de change ont une fois de plus été soumis à d'importants mouvements, mais cette fois les fluctuations ont été liées à une reprise du dollar EU.

L'annonce, à la fin de mars, du déficit commercial record aux Etats-Unis en février (\$4,5 milliards) avait fait tomber le dollar à des niveaux rarement atteints dans le passé, mais cette chute n'a été que temporaire. La monnaie américaine s'est légèrement reprise juste au début d'avril et plus particulièrement lorsqu'on a appris que le Président Carter ferait une déclaration le 11 avril au sujet de l'inflation, de son programme énergétique et des propositions visant à réduire la facture des importations américaines de combustibles. La déclaration elle-même a déçu les marchés, mais, après quelques hésitations, le dollar s'est sensiblement raffermi dans la seconde quinzaine d'avril; il a réagi favorablement aux projets des autorités américaines de procéder à des adjudications d'or, ainsi qu'à la nouvelle hausse des

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

taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis et à l'annonce d'un accord au Congrès américain sur le démantèlement du dispositif de contrôle des prix du gaz naturel; la publication, peu de temps après, du déficit commercial du mois de mars, qui s'est élevé à \$2,78 milliards, a été reçue avec sérénité. Le dollar a légèrement reculé en fin de mois, en raison de prises de bénéfices, mais il garde néanmoins une avance appréciable pour l'ensemble de cette période.

Il serait erroné de croire que toutes les préoccupations au sujet du dollar se sont évanouies, mais des signes d'un changement de climat se sont fait jour au cours du mois.

Après être intervenue modérément pour rétablir une situation ordonnée sur les marchés à la fin de mars, la Federal Reserve Bank of New York s'est pratiquement abstenue de toute intervention au cours du mois d'avril. L'ensemble des autres banques centrales, en revanche, largement acheteur net de dollars EU au dernier trimestre de 1976, tout au long de 1977 et pendant le premier trimestre de 1978, est devenu important vendeur net de dollars en avril: mais cela résultait des ventes importantes effectuées par trois banques centrales. Malgré cela, la devise américaine s'est fortement redressée par rapport à la plupart des principales monnaies, passant, à Francfort par exemple, d'environ DM 2,0230 le 31 mars à près de DM 2,0675 à la fin d'avril, soit une appréciation de quelque 2,20%.

La livre sterling, dont le redressement en 1977 avait été amplifié par la faiblesse du dollar, a bien entendu souffert le plus des conséquences immédiates du revirement de l'opinion à l'égard de la monnaie américaine. Malgré les interventions massives de la Bank of England, le cours de la livre contre dollars et son taux de change effectif ont baissé, mais la devise britannique a néanmoins gagné du terrain par rapport au deutsche marks et au franc suisse.

Les monnaies du "serpent" se sont maintenues sans problème à l'intérieur des limites tout au long du mois: le dernier jour, l'écart entre les monnaies en opposition était revenu à 1% environ. Le deutsche mark a conservé sa position au sommet de la "bande", et le florin a figuré durant la majeure partie d'avril dans la moitié supérieure de celle-ci, retombant cependant vers la fin du mois aux alentours du niveau médian. Les trois autres devises du "serpent" se sont toutes trouvées à certaines périodes à la limite inférieure. La couronne norvégienne y a remplacé la couronne danoise au début d'avril, et les deux monnaies ont ensuite échangé leurs places

à diverses reprises au cours du mois. La Norges Bank a procédé à des ventes importantes de dollars dans les premiers jours du mois.

Le franc belge a évolué tout au long du mois dans la moitié inférieure de la "bande", descendant au bord inférieur du "serpent" dans les derniers jours.

Le franc français est resté ferme durant la première quinzaine d'avril et a cédé moins de terrain que les autres grandes monnaies lorsque le dollar s'est redressé, ne perdant que $\frac{3}{4}\%$ sur l'ensemble du mois par rapport à la devise américaine. La Banque de France a pu acquérir sur le marché des quantités substantielles de dollars ainsi que, dans une moindre mesure, des deutsche marks, pour atténuer l'évolution de l'indice du taux de change effectif du franc.

La lire italienne s'est également maintenue à un niveau satisfaisant devant le mouvement de reprise du dollar, tandis que la Banca d'Italia effectuait dans le marché des achats importants de dollars.

Comme cela s'est souvent produit au cours des derniers mois, les variations du franc suisse ont été particulièrement prononcées. La monnaie helvétique s'est dépréciée de 3,5% par rapport au dollar en avril. La Banque Nationale Suisse est intervenue de manière modérée dans les deux directions en vue de maintenir des conditions ordonnées de marché.

La couronne suédoise a fléchi d'environ $\frac{3}{4}\%$ seulement par rapport au dollar, malgré l'abaissement de $\frac{1}{2}\%$ du taux d'escompte officiel et après que la Sveriges Riksbank soit intervenue en achetant des dollars en quantité modérée.

Le yen a tout d'abord paru s'établir autour d'un cours de yens 218,50 pour 1 dollar, après que la Banque du Japon ait cessé ses interventions au début d'avril, essentiellement pour des raisons de politique monétaire interne, mais la devise nipponne est revenue en légère baisse au niveau de fin mars au fur et à mesure que le dollar se redressait.

Enfin, le dollar canadien n'a que peu varié sur l'ensemble du mois d'avril. Vers le milieu du mois, il est tombé au niveau le plus bas de l'après-guerre vis-à-vis du dollar EU, mais a ensuite accompagné celui-ci dans sa reprise, réagissant à une amélioration sous-jacente de la position de commerce canadienne, et à partir du moment où les effets bénéfiques des mesures défensives ont commencé à se faire sentir.

II. INTERVENTIONS AU MOYEN DU DOLLAR

Le volume net des interventions des banques centrales participant à la concertation a été beaucoup plus faible en avril qu'en mars, avec \$2,5 milliards, mais leur sens a changé. Pour la première fois depuis un an et demi, les ventes, qui se sont élevées à \$5,2 milliards, ont dépassé les achats qui ont atteint \$2,7 milliards.

La Bank of England a vendu des quantités importantes de dollars pour soutenir la livre, et ses interventions se sont particulièrement amplifiées pendant la seconde quinzaine. La Banque du Canada a également été, sur l'ensemble du mois, vendeur net de dollars pour un montant notable, bien qu'elle ait été en mesure, vers la fin, d'effectuer des achats modérés. La Deutsche Bundesbank et la Banque Nationale Suisse ont effectué des achats très faibles dans le marché, mais ont vendu des dollars pour des montants substantiels dans le cadre de la conversion d'emprunts effectués dans les monnaies respectives de ces deux institutions par des non-résidents. Durant la première semaine d'avril, la Norges Bank a cédé un montant appréciable de dollars pour soutenir la couronne norvégienne durant un week-end où des bruits circulaient au sujet de cette monnaie.

La Banque de France et la Banca d'Italia ont été les principaux acquéreurs de dollars, pour des montants importants. La Sveriges Riksbank et la Nederlandsche Bank ont procédé à des achats plus modestes.

La Banque du Japon et la Federal Reserve Bank of New York ne sont intervenues que de manière négligeable en avril, ce qui contraste fortement avec l'activité que ces institutions avaient déployée précédemment cette année.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Aucune intervention aux cours limites n'a été nécessaire au sein du "serpent".

La Danmarks Nationalbank a acheté et la Banque Nationale de Belgique a vendu, entre les marges, de très faibles quantités de deutsche marks. La Banque Nationale de Belgique a également vendu une somme peu élevée de florins.

La Banque de France a acheté une modeste quantité de deutsche marks dans le cadre d'interventions visant à modérer les fluctuations de la valeur du franc français.

* * *

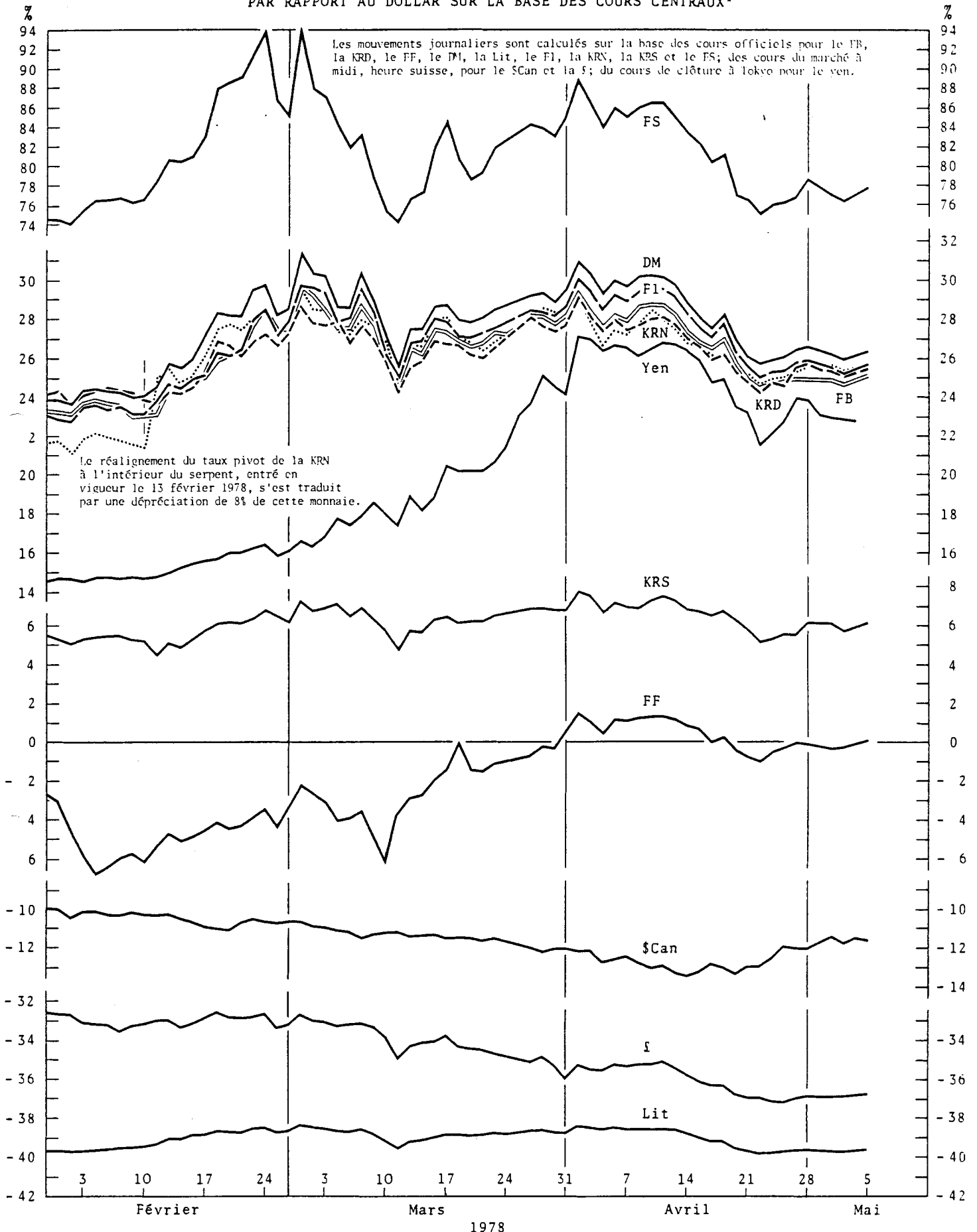
Début mai, la plupart des places ont été fermées un ou plusieurs jours en raison des congés officiels, et les opérations se sont généralement déroulées dans le calme, avec peu de mouvements notables jusqu'au 5 mai à midi.

Le dollar n'est pas remonté aussi haut qu'en avril, mais s'est montré assez résistant, se maintenant au voisinage des niveaux notés fin avril. Après avoir regagné une partie du terrain cédé à l'occasion de prises de bénéfice fin avril, puis reperdu cette avance après la publication de l'indice des prix de gros du mois d'avril, il a terminé presque inchangé.

La baisse record en avril des réserves officielles au Royaume-Uni, qui fut annoncée le 3 mai, avait été escomptée complètement par le marché et n'a guère affecté la livre sterling, qui a terminé pratiquement sans changement après le relèvement de $7\frac{1}{2}$ à $8\frac{3}{4}$ % le 5 mai du taux minimum d'avances de la Bank of England. Le "serpent" a présenté la même cohésion qu'à fin avril, le deutsche mark occupant le sommet de la "bande" et le franc belge le bord inférieur; à noter cependant le raffermissement de la couronne norvégienne qui a ravi au florin la place de deuxième monnaie forte au sein du "serpent". L'écart maximal dans le "serpent" n'a guère dépassé 1%.

La seule intervention notable est due à la Banca d'Italia qui a encore acquis une somme non négligeable de dollars EU.

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



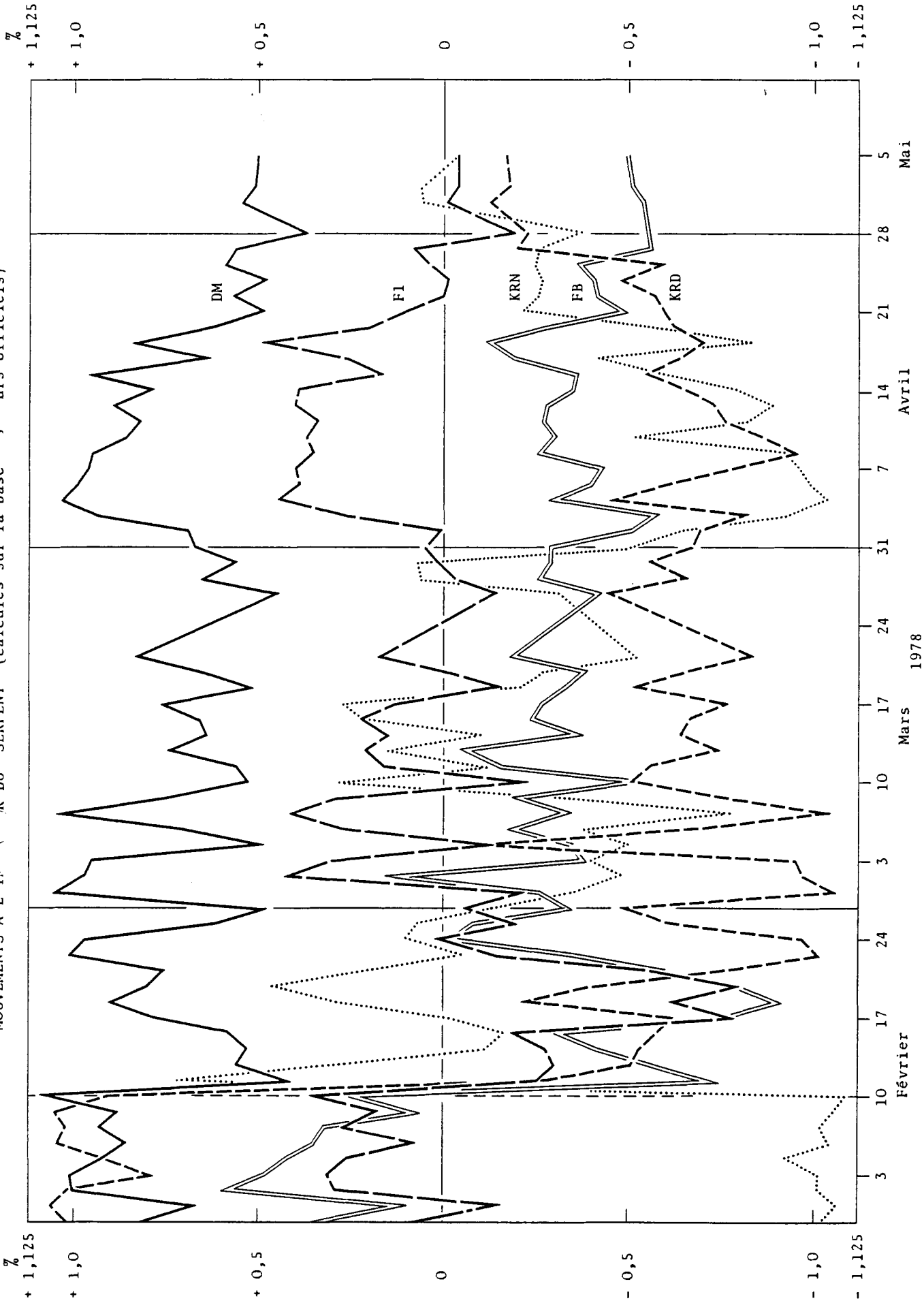
* Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; FF 4,60414; Fl 2,78118.

* Théoriques, 1 dollar EU =
KRD 7,10121; DM 2,6167; Lit 523,35;
Yen 277,20; KRN 6,24373 (KRN 6,78666
à partir du 13.2.1978); KRS 4,90;
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

5 mai 1978

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,003.

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



Le réalignement du taux pivot de la KRN à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 13 février 1978, s'est traduit par une dépréciation de 8% de cette monnaie.

Comité des Gouverneurs
des banques centrales des Etats membres
de la Communauté économique européenne

8 mai 1978

Comité des Suppléants

RECHERCHE D'UNE MEILLEURE STABILITE DES RELATIONS DE
CHANGE INTRACOMMUNAUTAIRES

Les travaux des Suppléants fondés sur les réponses des banques centrales au questionnaire sur les politiques de change poursuivies par les Etats membres ont fait apparaître qu'il y a un accord général pour estimer:

- a) qu'il existe actuellement dans la Communauté un éventail de politiques de taux de change qui n'est pas de nature à favoriser la stabilité des relations de change intracommunautaires;
- b) que la poursuite de politiques nationales visant à rétablir les équilibres économiques fondamentaux reste une nécessité pour obtenir une meilleure cohésion monétaire au sein de la CEE;
- c) que l'amélioration des arrangements de change au plan communautaire est souhaitable et pourrait concourir à la réalisation de cette meilleure cohésion;
- d) que l'évolution du dollar sur les marchés des changes est de nature à accuser les écarts entre les monnaies communautaires.

Dans la mesure où les Gouverneurs confirment le sentiment des Suppléants sur les points ci-dessus la question se pose de savoir quels sont les types d'arrangements transitoires qu'on peut envisager avant la phase finale de l'institution de l'union économique et monétaire.

Dans cette optique, une majorité des Suppléants considère que pendant cette période transitoire il est nécessaire de maintenir le système actuel du "serpent". Plusieurs de ces Suppléants sont d'avis qu'il conviendrait d'orienter la politique du "serpent" à l'égard du dollar d'une manière telle à faciliter la réduction des écarts entre les monnaies du "serpent" et celles qui n'en font pas partie.

En revanche, les autres Suppléants se sont exprimés en faveur d'un système de change nouveau fondé sur un numéraire commun à tous les pays membres de la CEE, à savoir l'UCE-panier.

Dès lors, un choix fondamental se pose entre ces deux orientations, que le Comité des Gouverneurs devrait traiter en priorité.

Si le choix se porte sur la première hypothèse, il convient de voir quelles sont les caractéristiques d'un système de transition susceptible de concourir à une meilleure cohésion monétaire au sein de la CEE. Dans cet esprit, les Suppléants soumettent les questions suivantes aux Gouverneurs:

- 1) Les pays hors du "serpent" doivent-ils définir leur politique de change en fonction, soit d'une base de référence commune (tel que par exemple l'UCE ou tout autre panier de monnaies), soit d'un taux de change effectif individuel?
- 2) Les obligations découlant du nouveau système doivent-elles porter uniquement sur les efforts d'adaptation des politiques internes ou également sur les interventions dans les marchés des changes?
- 3) Les obligations en matière d'intervention doivent-elles se limiter à une abstention des interventions qui auraient pour effet d'accuser la tendance ou au contraire doivent-elles avoir un caractère positif visant à respecter l'objectif de change retenu?
- 4) Les obligations d'intervention doivent-elles être de même nature pour les pays du "serpent" et pour ceux qui n'en font pas partie?
- 5) Les nouveaux arrangements de change impliquent-ils la mise en oeuvre de concours additionnels dans le cadre du FECOM pour les pays hors du "serpent"?

En fonction des réponses des Gouverneurs aux questions ci-dessus, les Suppléants suggèrent qu'un mandat soit donné au "Groupe Heyvaert" de faire rapport dans les meilleurs délais sur les possibilités de mise en oeuvre de nouveaux arrangements de change transitoires.