

PROCES-VERBAL*
DE LA CENT-VINGT-TROISIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 JUILLET 1978 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, 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 Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Ercolani et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász, van Hellenberg Hubar et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par M. Mosca; 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 122e séance

Le Président indique que le secrétariat n'a reçu qu'une proposition d'amendement de caractère rédactionnel concernant la déclaration du Gouverneur Richardson reproduite à la page 2 du projet de procès-verbal. Compte tenu de cette modification qui sera insérée dans le texte définitif, le procès-verbal de la 122e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 12 septembre 1978, et ne présentant par rapport au projet qu'une légère modification de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de juin et des premiers jours de juillet 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; au sujet de la politique d'intervention de la Federal Reserve Bank, il fait remarquer que celle-ci s'est montrée peu active sur le marché tandis qu'elle a continué d'acheter hors marché, c'est-à-dire auprès de ses correspondants, des deutsche marks en vue de réduire ses engagements contractés dans le cadre des accords de swap avec la Deutsche Bundesbank. Ces achats, qui s'élevaient en juin à l'équivalent de 450 millions de dollars EU (contre un milliard de dollars EU en mai), ont été de deux sortes: les uns ont répondu à une offre spontanée de deutsche marks par les correspondants étrangers satisfaisant ainsi une demande de dollars, les autres ont résulté d'achats de deutsche marks effectués sur le marché par des correspondants étrangers d'ordre et pour compte de la Federal Reserve Bank, et ont ainsi augmenté l'offre de dollars EU dans le marché. Il n'a cependant pas été possible de chiffrer la part de chacune de ces deux catégories d'opérations dans l'ensemble des achats de deutsche marks par la Federal Reserve Bank.

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

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

III. Echange de vues à la suite du Conseil européen de Brême des 6 et 7 juillet 1978 et études éventuelles à entreprendre à la lumière des résultats de ce Conseil

Le Président invite:

- M. Clappier à commenter brièvement le communiqué de presse publié à l'issue de la Conférence de Brême,
- M. Ortoli à informer les Gouverneurs de la procédure que la Commission suggérera pour l'examen, par les différents comités, du plan adopté à Brême,
- M. Emminger à mettre au courant les Gouverneurs de la manière dont la présidence allemande du Conseil des Ministres des Finances envisage d'organiser la session du 24 juillet 1978.

Ensuite le Comité devra décider, de façon précise, du mandat à donner aux Suppléants et aux experts.

M. Clappier fait remarquer préalablement que ce n'était pas en tant que Gouverneur de la Banque de France qu'il a coopéré à la préparation de la Conférence de Brême; d'autre part, M. Ortoli a participé à cette Conférence et pourrait donc donner des informations complémentaires.

A la suite de la Conférence de Copenhague, en avril de l'année en cours, quelques Chefs d'Etat ou de gouvernement ont invité un groupe très restreint à examiner les différentes idées émises lors de cette Conférence et à faire des propositions concrètes pour la Conférence de Brême; ces propositions qui figurent dans l'annexe technique jointe au communiqué de presse s'inspirent de deux considérations principales:

- Le premier objectif est de créer une zone de stabilité monétaire dans l'Europe occidentale; en effet, les participants ont reconnu à l'unanimité les inconvénients que comporte l'instabilité monétaire actuelle tant sur le plan de la lutte contre l'inflation que sur le plan de la croissance économique;
- Le second objectif est plus politique; il s'agit de saisir l'occasion de tenter un nouveau pas vers une nouvelle organisation monétaire de l'Europe.

Dans la perspective de ces deux objectifs qui devraient être combinés, on a proposé différents instruments. D'abord, il faut mentionner la création de l'ECU, unité de compte dont le nom est encore provisoire et qui serait destinée à servir de numéraire au nouveau système et de moyen de règlement entre les banques centrales participant à ce système.

Une des tâches du Fonds monétaire européen consisterait à émettre ces unités de compte contre dépôts, soit d'éléments de réserves officielles, soit de monnaies nationales. Dans le second cas, la création d'ECU serait conditionnelle et le nom de Fonds monétaire européen fait allusion à l'idée que la création d'ECU du type conditionnel serait soumise à des règles qui pourraient se rapprocher de celles mises en œuvre depuis longtemps par le Fonds monétaire international.

L'amorce d'une mise en commun des réserves est une idée qui a été présentée déjà depuis longtemps, mais dont la réalisation n'a jamais été possible.

Il faut garder présente à l'esprit cette double approche lors des travaux techniques qui seront entrepris dans les mois à venir. A ce sujet, il est souhaitable que les Gouverneurs des banques centrales ne cèdent pas à la tentation facile de critiquer par principe les différentes propositions, mais contribuent plutôt de manière constructive à la réalisation de la nouvelle tentative. Les moyens existent, il suffit d'avoir la volonté de les utiliser.

M. Ortolí indique que trois considérations ont été au centre du débat auquel il a assisté:

- Il faut éviter que la période de transition ne soit une période de mise en cause ou d'affaiblissement du "serpent"; pour donner plus de force à cette affirmation, on l'a fait figurer dans la partie principale du communiqué de presse alors qu'il devait être mentionné en annexe;
- Chaque pays conserve jusqu'aux 3 et 4 décembre prochain le droit de solliciter des amendements aux propositions faites dans l'annexe technique, ainsi que celui de ne pas participer à ce nouveau système. Un certain nombre de pays toutefois se sont déjà déclaré d'accord sur les

propositions telles qu'elles sont présentées; outre les deux pays qui ont pris l'initiative, il s'agissait de la Belgique, du Luxembourg et dans une certaine mesure du Danemark; les Pays-Bas n'ont formulé de réserves qu'au sujet de la création d'ECU contre versement de monnaies nationales;

- Des craintes ont été exprimées quant à la durabilité et à l'efficacité d'un système dont les éléments seraient de nature purement monétaire, étant donné les divergences entre les économies des pays de la CEE. Dans cet esprit, il faut interpréter la mention faite dans le communiqué de presse qu'il sera procédé à l'étude des moyens d'action nécessaires pour renforcer les économies des Etats membres qui connaissent une prospérité moindre. Au fur et à mesure des prochaines réunions, cette mention, qui n'est actuellement pas très précise, sera renforcée.

M. Ortoli souhaiterait que tous les organismes communautaires prennent lors de leurs travaux, une attitude positive à l'égard de la nouvelle tentative et engagent des réflexions sur les moyens de donner la plus grande force au nouveau système. En ce qui concerne l'organisation de ces travaux, il est à noter que le Comité monétaire se réunira les 18 et 19 juillet en vue d'élaborer un document qui pourrait aider les Ministres dans leur premier débat du 24 juillet. Il importe que ce débat soit aussi efficace que possible étant donné les délais très courts dans lesquels un travail très intense doit être effectué d'ici le 31 octobre.

M. Emminger indique que le Ministre des Finances allemand, Président en exercice du Conseil des Ministres des Finances, l'a prié de faire savoir aux Gouverneurs des banques centrales qu'il inviterait les Gouverneurs à la session du 24 juillet. Cette session sera précédée d'une réunion en formation restreinte à laquelle ne participeront, pour chaque pays, que le Ministre des Finances, le Gouverneur de la banque centrale et un autre représentant. Au cours de cette réunion on ne discutera pas seulement de la procédure et du calendrier des travaux ultérieurs, mais il est prévu également d'établir une liste des questions les plus importantes, sans cependant entrer dans un débat de fond. Dans cette perspective, il serait utile que le Comité réfléchisse sur les questions qui devraient être utilement étudiées par les Gouverneurs des banques centrales.

Le Président pense que le Comité devrait examiner l'ensemble des problèmes soulevés par le nouveau plan et qu'une division de travail entre le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire ne semble pas possible. Une première discussion des problèmes pourrait se faire lors de la séance mensuelle de septembre, mais il semble nécessaire de prévoir déjà une séance extraordinaire pour le mois d'octobre.

En vue de la séance de septembre, les Suppléants et les experts devraient être invités à préparer une note, mais étant donné la multiplicité des aspects à étudier, il ne paraît guère possible que ceux-ci soient en mesure de présenter déjà en septembre un rapport complet. Pour cette raison, il serait opportun de leur demander de traiter par priorité les aspects qui concernent particulièrement la responsabilité des banques centrales, à savoir, notamment la mise en commun partielle des réserves extérieures.

M. Ortoli pense que le nouveau système prévoyant des interventions sur les marchés des changes, il serait utile d'étudier également cet aspect.

M. Zijlstra partage l'avis de M. Ortoli et propose que les experts étudient les trois catégories de questions suivantes:

- Le Fonds monétaire européen:
 - . clé de participation: réserves brutes ou réserves nettes,
 - . couverture des risques de change.
- L'unité de compte:
 - . composition du panier,
 - . conséquences de la non-participation de certains pays de la CEE au système d'intervention,
 - . modifications du taux-pivot: sont-elles possibles dans un tel système et comment pourraient-elles être opérées.
- Les interventions:
 - . application en pratique des obligations d'intervention, exprimées par référence à un panier de monnaies,
 - . choix de la monnaie d'intervention,
 - . implications techniques de la coexistence avec le "serpent".

En ce qui concerne ce dernier point, on constate que dans le projet de l'annexe au communiqué de presse, on avait encore dit que durant la période de transition le "serpent" serait intégralement maintenu tandis que

dans la version finale de ce communiqué, les Chefs de gouvernement de la Belgique, du Danemark, de l'Allemagne, du Luxembourg et des Pays-Bas confirment que le "serpent" sera intégralement maintenu.

M. Ortoli fait remarquer que le changement de texte mentionné par M. Zijlstra s'est inspiré d'un double souci: d'une part, il a fallu préciser qu'il s'agissait d'une déclaration des Chefs de gouvernement des pays membres du "serpent"; d'autre part, il importait d'éviter une spéculation contre les monnaies du "serpent" aussi bien au stade actuel qu'au moment où le nouveau système s'approcherait de son stade opérationnel. Selon l'impression qu'il a retenue du débat, on n'a pas songé à une coexistence permanente du "serpent" et du nouveau système.

M. Zijlstra pense que ce problème est d'une importance cruciale. En tout état de cause, même si le "serpent" ne continuait d'exister que pendant une période de transition, cette période pourrait être d'une longue durée; il serait donc opportun que les experts se penchent sur les problèmes que pourrait soulever la coexistence des deux systèmes.

M. Clappier pense également que les experts étudient la question de savoir si et dans quelles conditions il serait possible de faire coexister les deux systèmes. Pendant quelques années, on a assisté à la coexistence de contraintes différentes dans le même système, à savoir le "ver Benelux" et le "serpent", mais cette fois-ci, il s'agit de la coexistence de deux systèmes substantiellement différents l'un de l'autre.

M. Hoffmeyer propose que les Suppléants préparent, en vue de la session du Conseil du 24 juillet, une liste annotée des questions que le Comité des Gouverneurs se propose d'étudier.

M. Emminger appuie la suggestion faite par M. Hoffmeyer. En effet, étant donné les délais très courts, il importe que les Ministres des Finances aboutissent, dès le 24 juillet, à une répartition précise des tâches.

Le Président fait les observations suivantes:

- Les Gouverneurs devraient s'intéresser à l'ensemble des éléments du nouveau système. La question qui se pose actuellement est plutôt de savoir sur la base de quels travaux préparatoires des experts le Comité des Gouverneurs peut formuler son avis dans ce temps très limité;

- Les experts des banques centrales seront amenés à étudier tout le programme, même s'il y a une répartition du travail entre le groupe d'experts du Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire, car les banques centrales sont représentées aussi dans ce dernier comité. Les Gouverneurs des banques centrales pourront donc donner à leurs représentants, dans les deux comités, leurs directives relatives à la conduite des travaux.

En conclusion, le Président propose que le groupe d'experts du Comité des Gouverneurs traite surtout des questions pour lesquelles les Gouverneurs ont une vocation particulière.

M. Richardson est d'accord pour que les Gouverneurs considèrent l'ensemble du programme, mais au sujet des travaux à exécuter par les experts, il souhaite que ceux-ci fassent une analyse technique des questions énumérées par M. Zijlstra, analyse qu'il faut bien distinguer des négociations sur le type d'arrangement à retenir.

D'autre part, M. Richardson se demande si les experts seront déjà en mesure de présenter un rapport pour la séance du Comité en septembre, et s'il ne faut pas envisager, dans ces conditions, une séance des Gouverneurs en octobre.

Le Président pense que le Comité est d'accord pour que les experts étudient spécialement la question de la mise en commun des réserves en vue d'établir des propositions concrètes tandis que les autres aspects feraient l'objet d'une étude technique à l'intention des Gouverneurs.

En ce qui concerne le calendrier des travaux, il semble indispensable qu'il y ait une première discussion dès septembre, car une seule réunion en octobre ne devrait guère suffire pour établir un avis du Comité avant le 31 octobre.

M. Richardson suggère de prévoir, dans ces conditions, deux séances du Comité en septembre, car l'examen de toutes les questions que M. Zijlstra vient de formuler ne pourrait guère être achevé au cours d'une seule réunion.

Le Président propose de poursuivre la séance du 12 septembre pendant l'après-midi et de prévoir une séance extraordinaire en octobre. Cette suggestion recueille l'accord du Comité.

M. Murray rappelle aux Gouverneurs que le communiqué de presse prévoit la création d'un Fonds monétaire européen et il espère que le Comité considère également les problèmes institutionnels et administratifs qui en résulteraient. En ce qui concerne le rôle de l'ECU, on lit que cette unité serait le pilier du nouveau système et serait utilisée notamment pour les règlements entre les autorités monétaires de la CEE. Est-ce que cette dernière mention limite le premier énoncé ou songe-t-on véritablement à assigner à cette unité le rôle de numéraire du nouveau système? Il s'agit d'une question d'importance primordiale qu'il faudrait éclaircir lors de la session du 24 juillet 1978.

M. Emminger pense que la question du numéraire a été délibérément laissée ouverte, les auteurs du communiqué de presse ayant été conscients de la complexité technique de cette question. Il appartient aux Gouverneurs d'étudier les possibilités techniques au lieu de se perdre dans une "exégèse" du communiqué de presse.

M. Janson pense, que dans l'intérêt des travaux à entreprendre, il serait néanmoins utile d'avoir des éclaircissements de la part des auteurs de l'annexe au communiqué de presse sur les différents éléments du nouveau système.

M. Zijlstra pense au contraire qu'il serait vain de vouloir interroger les Chefs de gouvernement sur leurs intentions. Il faudrait plutôt étudier les différents éléments du nouveau système quant à leur possibilité d'application technique.

Le Président clôture le débat en disant que les experts sont invités à présenter, au début de septembre, aux Gouverneurs un rapport qui, d'une part, comporterait une étude approfondie des problèmes relatifs à la mise en commun et à l'utilisation des réserves extérieures; d'autre part, ce rapport évoquerait les problèmes techniques que posent les autres éléments du nouveau système, et éventuellement, les possibilités de résoudre ces problèmes. Il servira de base, en septembre, aux discussions des Gouverneurs qui en tireront les premières conclusions et donneront éventuellement les directives nécessaires pour des travaux supplémentaires.

IV. Législation américaine concernant l'activité des banques étrangères installées aux Etats-Unis

M. Janson rappelle que les Gouverneurs ont reçu le projet de réponse à la lettre du Président Miller, qui avait été préparé par M. Kirbyshire et le Comité ad hoc qu'il préside. Ce projet de lettre n'a pas recueilli l'accord unanime des Suppléants à cause d'une divergence de vues entre les délégations néerlandaise et anglaise.

Le Président propose d'inviter M. Kirbyshire à résoudre les problèmes relatifs à la rédaction finale de la lettre de réponse; cette proposition est retenue par le Comité.

V. Analyse de la 111e série de documents de travail (données statistiques et sommaires des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

Le Président invite M. Lamfalussy à faire un bref commentaire sur l'évolution récente dans le domaine des taux d'intérêt tant sur le plan national qu'international.

M. Lamfalussy indique qu'on assiste aux Etats-Unis, depuis plusieurs mois, à une hausse tant des taux d'intérêt à court terme que des taux à long terme, bien que dans ce dernier cas, la tendance soit moins accentuée; en Europe, la baisse des taux d'intérêt s'est enrayée et a fait place, dans un certain nombre de cas, également à une hausse; cette orientation est particulièrement visible pour ce qui est des taux à court terme en Belgique, des taux à long terme en Allemagne et des deux catégories de taux au Royaume-Uni.

Dans la mesure où ce parallélisme entre le mouvement aux Etats-Unis d'une part, et dans les pays européens d'autre part, se confirmerait et se poursuivrait, il pourrait en résulter deux problèmes:

- Il se pourrait que le différentiel des taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Europe ne soit plus suffisant pour éviter une reprise de la spéculation contre le dollar;
- Une hausse des taux d'intérêt pourrait aller à l'encontre de l'objectif de la relance de l'économie, surtout à travers ses effets

néfastes sur les investissements dans le secteur de la construction résidentielle, qui sont particulièrement sensibles au niveau des taux d'intérêt.

En revanche, on connaît les intentions des autorités en matière de taux d'intérêt. D'une part, il existe un besoin de financement très élevé du secteur public; d'autre part, les autorités monétaires sont soucieuses de ne pas relâcher trop les commandes de l'évolution monétaire.

M. Emminger répond à l'exposé fait par M. Lamfalussy en disant que l'évolution récente des taux d'intérêt préoccupe également la Bundesbank. Depuis le mois d'avril, le taux du marché des capitaux est monté d'environ un demi pourcent et a ainsi atteint son niveau observé à la fin de l'année dernière. Cette hausse s'est produite en dépit des mesures de la Bundesbank portant sur une augmentation de la liquidité bancaire d'ordre de grandeur de 4 milliards de deutsche marks.

En ce qui concerne les problèmes soulevés par M. Lamfalussy, M. Emminger fait les remarques suivantes:

- Les taux d'intérêt étant montés plus fortement aux Etats-unis qu'en Allemagne, le différentiel des taux d'intérêt s'est même accru par rapport à son niveau de la fin de l'année dernière; il continue donc d'exercer les effets désirés sur la balance des capitaux des Etats-Unis, d'une part, et sur celle de l'Allemagne, d'autre part, bien qu'il soit clair que des mouvements de confiance et de spéculation puissent temporairement plus que compenser les effets de l'écart entre les taux d'intérêt.

- La hausse du taux d'intérêt à long terme ne gêne pas non plus la reprise de l'activité économique étant donné qu'une hausse des taux d'intérêt d'un ordre de grandeur si faible ne joue aucun rôle décisif dans les décisions d'investissement. Dans le domaine de la construction immobilière, on assiste, par ailleurs, à une conjoncture qui menace d'aboutir à une forte hausse des prix de construction; cette hausse s'élève déjà, à l'heure actuelle, à 6% et pourrait facilement atteindre 10% dans quelques mois. Etant donné cette situation, on craint même que le dernier programme d'investissement visant à promouvoir les économies d'énergie, qui vient d'être adopté il y a quelques semaines, ne soit mis en oeuvre à un moment très inopportun.

M. Emminger conclut en disant que dans ces conditions on pourrait même se féliciter de cette légère hausse des taux d'intérêt à long terme s'il n'y avait pas la contrainte de maintenir l'écart actuel entre les taux d'intérêt pour des raisons d'ordre international. La tendance à la hausse semble indiquer que les besoins de financement des pouvoirs publics et la demande de crédit accrue exercée par le secteur privé ne peut être satisfaites qu'à peine par les ressources du marché des capitaux sans qu'il y ait d'effets d'éviction. Cette situation est d'autant plus préoccupante que le gouvernement se trouve actuellement devant la question de savoir s'il est possible d'accroître encore le déficit du budget.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

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

M. Janson indique que les Suppléants ont repris cette année la question d'une éventuelle harmonisation des modalités des accords de swap conclus avec la Réserve Fédérale suffisamment tôt avant l'échéance de ces accords au début de décembre. Ils ont constaté que la différence majeure entre ces différents accords porte sur les modalités régissant la prise en charge des risques. Quelques accords prévoient un partage de risque qui ne s'applique cependant qu'au cas où la Federal Reserve Bank tire sur la facilité tandis que selon les modalités d'autres accords, le risque incombe entièrement à la partie tireuse. Etant donné ces différences, il semble utile d'étudier davantage les possibilités d'harmonisation et en vue de ces études, les Suppléants ont envisagé la procédure suivante:

- Chaque banque centrale remettrait une copie de l'accord de swap conclu avec la Federal Reserve Bank au secrétariat du Comité des Gouverneurs,
- Ce dernier préparerait une note de synthèse exposant les différences existantes,
- Cette note serait destinée à permettre aux Suppléants de dégager un jugement lors d'une de leurs prochaines réunions.

M. Emminger n'est pas opposé, en principe, à l'idée d'une harmonisation des accords de swap et à la procédure envisagée par les Suppléants, mais il estime que s'agissant d'un contrat bilatéral, une copie du contrat entre la Bundesbank et la Réserve Fédérale ne pourrait être remise au secrétariat qu'après avoir reçu l'accord de cette dernière. Il propose donc de reporter la décision du Comité sur cette question, d'ailleurs peu urgente, pour permettre à la Bundesbank de contacter d'abord sa contrepartie américaine.

Le Président estime qu'étant donné l'échéance des accords de swap au début de décembre, le Comité des Gouverneurs devrait prendre une décision au plus tard lors de la séance de novembre. Il propose d'inscrire le sujet à l'ordre du jour de la séance de novembre et d'inviter les Suppléants à soumettre leurs conclusions avant cette séance. Entre-temps, les banques centrales auraient la possibilité de contacter, si elles l'estiment nécessaire, les autorités américaines au sujet de la procédure proposée par les Suppléants

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

2. Application de l'article IV des nouveaux statuts du FMI

M. Janson indique qu'en vue de mettre en oeuvre l'article IV des nouveaux statuts du FMI, cette organisation étudie actuellement les possibilités d'être informée des interventions sur le marché des changes pour pouvoir porter un jugement sur les politiques appliquées par les Etats membres. Des contacts officieux entre un représentant du FMI et les experts du groupe des Dix élargi ont eu lieu à ce sujet, le 9 juillet 1978, bien entendu sans qu'il y ait eu aucune décision.

Les Suppléants ont considéré la question lors de leur réunion d'hier. Initialement on avait songé à donner une série de renseignements qui correspondraient en fait aux données présentées mensuellement aux Gouverneurs et que chaque banque centrale aurait fournie bilatéralement au FMI. Cette procédure n'aurait cependant pas suffi, étant donné que le FMI semble défendre deux vues qui n'apparaissent pas acceptables:

- Le FMI semble essayer de transposer aux autres pays le système de surveillance qu'il applique dans le cas des pays bénéficiant d'un crédit de "stand-by".

- Les services du FMI sont en train d'élaborer une politique tendant à faire apparaître comme péché toute intervention. Si une telle politique était adoptée, il en pourrait résulter des difficultés non négligeables pour les opérations effectuées dans le cadre des arrangements de change au sein de la Communauté.

Dans ces conditions, les Suppléants recommandent aux Gouverneurs d'adopter l'attitude suivante:

- Il ne faudrait pas fournir au FMI les renseignements sous la forme initialement envisagée (cf. ci-dessus), mais plutôt continuer de donner les informations sollicitées par le FMI lors des consultations annuelles et sous forme bilatérale et confidentielle.
- Il serait utile que chaque pays de la CEE attire l'attention de son administrateur dans le FMI sur les conséquences que la politique en cours d'élaboration devrait entraîner pour les arrangements de change communautaires.

Le Président constate que le Comité est d'accord sur les recommandations faites par les Suppléants.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 12 septembre 1978, à 10 heures.

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

JUIN 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 de juin et les tout premiers jours de juillet 1978. Il présente également un certain nombre de remarques concernant l'évolution du premier semestre de 1978.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Au cours de la première quinzaine de juin, le taux de change du dollar EU a connu une évolution irrégulière, marquée par une alternance de mouvements de hausse et de baisse. A la mi-juin, le dollar s'était quelque peu raffermi par rapport aux monnaies européennes, effaçant totalement ou en partie les baisses enregistrées précédemment. Ce raffermissement a été dû non seulement à un nouveau relèvement des taux d'intérêt à New York et sur le marché de l'euro-dollar, mais également à diverses déclarations faites par les autorités américaines, et notamment par le Président du Système de Réserve fédérale, M. Miller, qui a annoncé, le 13 juin à Zurich, qu'il s'attendait à une réduction des déficits de la balance commerciale et des transactions courantes des Etats-Unis au second semestre de 1978, ainsi qu'à une diminution du taux d'inflation.

Dans l'ensemble, le 16 juin, le dollar n'avait guère varié par rapport à la fin de mai, si ce n'est à Tokyo, où il se tenait à plus de 3% au-dessous de son niveau de fin mai.

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

La dépréciation du dollar contre yen s'est amplifiée durant la seconde quinzaine de juin; ce mouvement est allé de pair avec un affaiblissement, beaucoup moins sensible toutefois, de la monnaie américaine par rapport aux monnaies européennes.

D'une manière générale, au cours de la période sous revue, le dollar s'est déprécié de 0,4 à 1,2% par rapport aux monnaies du "serpent". L'affaiblissement du dollar a été plus accentué en regard des devises de la CEE qui flottent individuellement: 2,3% par rapport au franc français, 2,1 et 1,4% par rapport à la livre sterling et à la lire italienne respectivement. Sa dépréciation par rapport au franc suisse (2,5%) a été du même ordre de grandeur, alors que sa baisse a été sensiblement plus marquée vis-à-vis du yen (8,4%). Seule exception à cette tendance: le dollar EU s'est montré ferme dans l'ensemble par rapport au dollar canadien.

Pendant les six premiers mois de 1978, le fait saillant de la situation sur les marchés des changes a été l'évolution du cours du dollar contre les autres principales monnaies. Peu après s'être brusquement redressé au début de janvier sous l'effet des mesures annoncées par les autorités américaines, le dollar a recommencé à s'affaiblir, et cette tendance qui s'est poursuivie de façon plus ou moins marquée tout au long du premier trimestre, s'est traduite par des records de baisse sur diverses places (DM 1,9920 et FS 1,7550 le 1er mars à Francfort et à Zurich respectivement).

Durant le deuxième trimestre, le dollar s'est d'abord raffermi par rapport à la plupart des monnaies, remontant aux environs des niveaux de fin 1977 mais, vers la fin de mai et en juin, il a de nouveau donné des signes de faiblesse.

A l'image des quelques mois précédents, aucune tension appréciable ne s'est manifestée en juin au sein du "serpent".

Durant tout le mois, les monnaies scandinaves et le deutsche mark ont évolué dans la partie supérieure du "serpent", le deutsche mark prenant, le 28 juin, la première place jusqu'alors tenue par la couronne danoise. Le florin néerlandais qui se maintenait dans la zone médiane, a perdu un peu de terrain dans la dernière semaine de juin. Le franc belge a occupé la position inférieure, comme pendant le mois précédent, et a dû être quelque peu soutenu par rapport à la couronne danoise, au début de juin. Par la suite, il s'est légèrement

redressé, mais est retombé au milieu du mois, en raison de l'imminence de la crise ministérielle belge. Le dernier jour de juin, le deutsche mark est monté jusqu'à sa limite supérieure d'intervention à Bruxelles. Au cours du premier semestre de 1978, les mouvements à l'intérieur du "serpent" ont été en général relativement moins amples, notamment après la dévaluation de la couronne norvégienne à la mi-février.

La livre sterling est demeurée faible au début de juin mais, après l'introduction, le 8 juin, d'un train de mesures monétaires et fiscales, la monnaie britannique s'est quelque peu raffermie. Son redressement s'est ensuite accéléré au cours du mois, s'accroissant particulièrement durant les tout derniers jours de juin, pendant lesquels la Bank of England a été en mesure de racheter des dollars sur le marché. Le cours de la livre contre dollar s'est apprécié de 2%, de \$1,8222 à \$1,8602. Pendant la période sous revue, l'indice du taux de change effectif est passé de 61,4 à 61,6. Pour le premier semestre de 1978, la livre s'est dépréciée de 2,4% par rapport au dollar EU.

Après une période de redressement de quelques mois, le franc français est resté relativement stable pendant la majeure partie de juin. Vers la fin du mois, toutefois, il s'est raffermi sensiblement, suscitant des interventions de la part de la Banque de France. Cette hausse du franc français a fait suite à la parution, dans la presse, d'informations selon lesquelles un lien pourrait être établi entre le franc français et le "serpent", dans le cadre d'un plan arrêté en commun par le Chancelier Schmidt et le Président Giscard d'Estaing et visant à créer une zone de stabilité monétaire en Europe.

Durant le premier trimestre de 1978, le franc s'est montré faible la plupart du temps mais, après les élections législatives de la mi-mars, la monnaie française a effectué une remontée notable. Dans l'ensemble, le franc s'est apprécié de 4,5% par rapport au dollar EU et de 3,1% par rapport aux monnaies du "serpent".

En juin, la lire italienne est restée assez ferme à l'égard du dollar, tandis que son cours par rapport aux monnaies européennes a connu des évolutions diverses. Vis-à-vis des monnaies du "serpent", la lire s'est révélée plus stable, mais contre les monnaies qui flottent individuellement la devise italienne a perdu du terrain. L'indice du taux de change effectif est passé de 39,40 à 39,30.

Pendant le premier semestre de 1978, la lire s'est raffermie de 2% à l'égard du dollar. Durant la quasi-totalité de cette période, la Banca d'Italia a acheté des dollars pour un montant appréciable.

Le cours du franc suisse contre dollar a enregistré des fluctuations prononcées pendant la première quinzaine de juin, mais est en définitive resté pratiquement inchangé. La seconde quinzaine a été marquée par une appréciation sensible du franc par rapport au dollar et une légère progression à l'égard des monnaies européennes.

Au cours du premier semestre de 1978, le franc suisse a progressé de 8,4 et 6,9% par rapport au dollar EU et au deutsche mark respectivement.

La couronne suédoise est demeurée relativement stable au cours du mois sous revue, s'appréciant de 1,7% par rapport au dollar. Durant le premier semestre de 1978, la couronne s'est redressée de 2 et 0,6% par rapport au dollar et au deutsche mark respectivement.

Le yen japonais s'est fortement apprécié en juin, particulièrement après la première semaine. Le 12 juin, le dollar est retombé au-dessous de yens 220 à Tokyo et, peu après, le 20 juin, il descendait au-dessous de yens 210. A la fin de ce même mois, la monnaie américaine atteignait un nouveau record de baisse sur cette même place, avec yens 204,50. A ce niveau, l'appréciation du yen depuis la fin de mai représentait 9,1%.

Le yen s'est également raffermi notablement en regard des monnaies européennes, gagnant 6,4 et 7,8% par rapport au franc suisse et au deutsche mark respectivement. Cette appréciation marquée du yen doit être considérée dans le contexte de la balance des paiements courants japonaise qui continue de dégager d'importants excédents. L'ampleur de cette hausse du cours du yen a été en partie imputable à la publication d'estimations officielles selon lesquelles l'excédent des opérations courantes de l'exercice budgétaire 1978 (qui s'achève le 1er avril 1979) dépassera le chiffre de \$14 milliards enregistré durant l'exercice précédent. La Banque du Japon, qui n'avait procédé à aucune intervention sur le marché en avril et mai, a repris ses achats de dollars dans le courant du mois de juin.

Durant le premier semestre de 1978, le yen s'est apprécié de 17,4% à l'égard du dollar. Pendant la même période, son appréciation a été de 8,3 et 15,7% par rapport au franc suisse et au deutsche mark respectivement.

Dans l'ensemble, le dollar canadien n'a enregistré que des fluctuations mineures contre le dollar EU en juin. Son cours n'a, en définitive, que légèrement varié, la pression à la baisse ayant été en partie compensée par des ventes nettes de dollars EU par la Banque du Canada. Au premier semestre de 1978, la monnaie canadienne s'est dépréciée de 2,7% par rapport au dollar EU.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les achats nets de dollars par les pays participant à la concertation se sont accrus, passant de \$0,9 milliard en mai à \$2,1 milliard en juin. Le volume total des interventions s'est néanmoins inscrit en baisse, fléchissant de \$1,6 milliards à \$5,7 milliards; ce dernier chiffre représente \$3,9 milliards d'achats et \$1,8 milliard de ventes.

Tout comme en mai, la Banca d'Italia a été le plus gros acheteur, cependant que la Banque de France a également procédé à des acquisitions notables de dollars au cours de la dernière semaine de juin.

Après plus de deux mois au cours desquels elle n'est pas intervenue sur le marché, la Banque du Japon s'est de nouveau manifestée en achetant des montants assez importants de dollars. La Danmarks Nationalbank et la Sveriges Riksbank ont effectué l'une et l'autre des achats de dollars, portant sur des sommes limitées. Pour la première fois depuis janvier, la Bank of England a procédé à des achats nets de dollars, de montants peu élevés.

La Banque du Canada a été vendeur net, après avoir effectué un achat de modeste importance au début du mois. La Norges Bank a vendu de faibles quantités de dollars.

La Deutsche Bundesbank et la Banque Nationale Suisse ont l'une et l'autre acheté des dollars, mais ces achats ont été en partie compensés en Allemagne fédérale, et amplement dépassés en Suisse, par des ventes de dollars résultant de la conversion d'emprunts par des non-résidents.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Au début et à la fin du mois, un soutien d'ampleur limitée a dû être apporté au franc belge contre la couronne danoise et le deutsche mark respectivement. La Banque de France a acheté une faible quantité de deutsche marks.

La Federal Reserve Bank of New York est intervenue, de façon modeste, en effectuant des transactions en deutsche marks, tant à l'achat qu'à la vente, et a également vendu un faible montant de francs suisses. Tout comme au cours du mois de mai, la Federal Reserve Bank a acquis des montants notables de deutsche marks auprès de correspondants étrangers.

Le dollar EU s'est encore affaibli durant les premiers jours de juillet, mais a marqué une reprise sensible les 6 et 7 juillet. Au total, la monnaie américaine a fléchi de 1,5% à l'égard du franc suisse et de 0,6% par rapport tant au franc français qu'au yen. Contre les autres monnaies, les pertes ont été plus faibles, cependant que vis-à-vis de la couronne norvégienne le dollar progressait de 0,6%.

A l'intérieur du "serpent", la couronne danoise et, surtout, la couronne norvégienne ont encore cédé du terrain, laissant le deutsche mark au bord supérieur de la bande. Le franc belge a dû être soutenu à Francfort, cependant que la Banque Nationale de Belgique procédait à de nouvelles ventes de deutsche marks à Bruxelles. Ces interventions ont atteint au total l'équivalent d'environ \$180 millions.

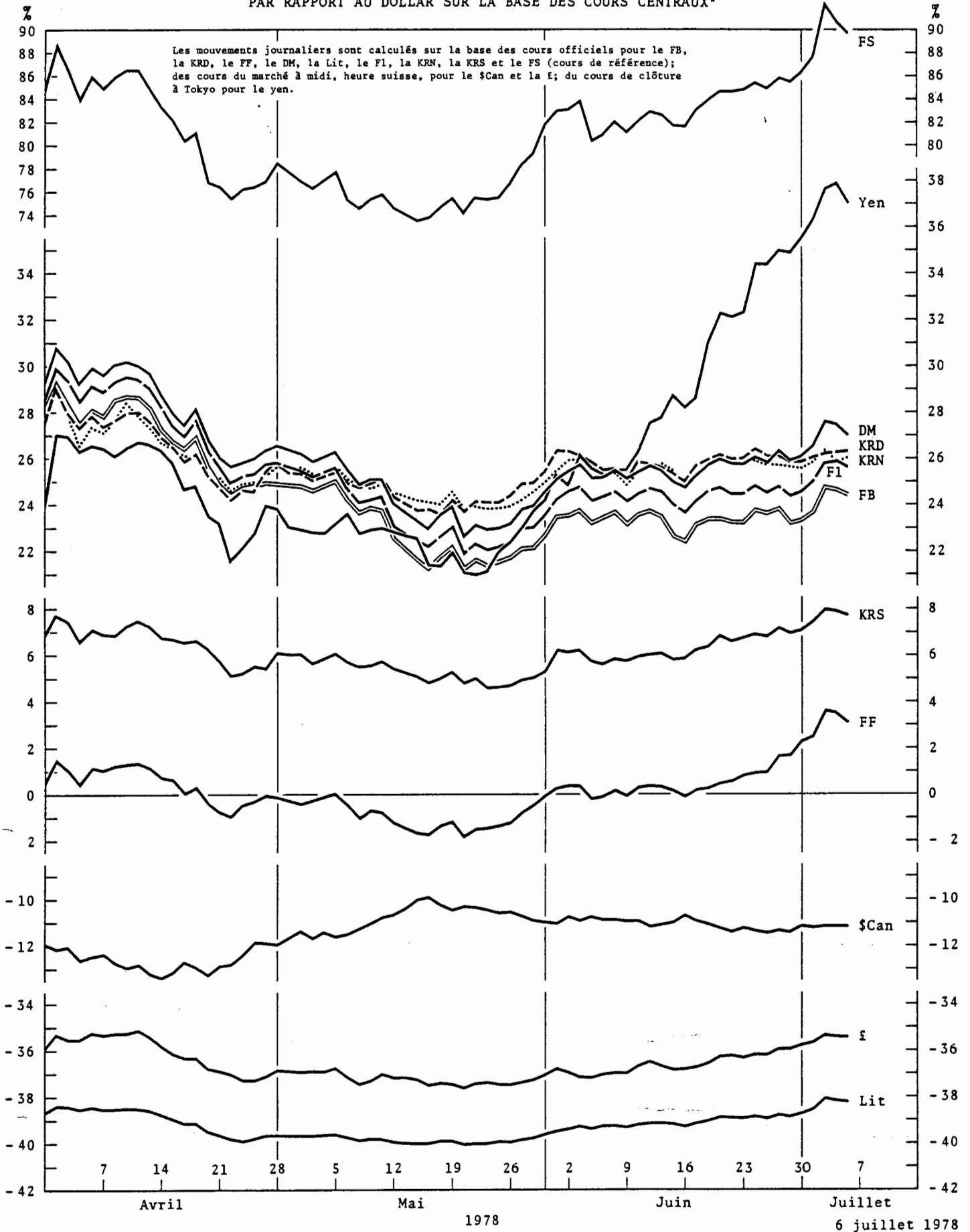
Le franc français est resté ferme bien que les informations publiées précédemment dans la presse concernant un retour du franc au sein du "serpent" aient été démenties officiellement. La Banque de France a acheté des quantités appréciables de dollars.

D'autres achats de dollars, d'un montant notable, ont été effectués par la Banca d'Italia, la Deutsche Bundesbank, la Banque du Japon et la Bank of England.

La Banque du Canada a vendu de faibles quantités de dollars.

De son côté, la Federal Reserve Bank of New York est restée peu active.

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 6,78666; KRS 4,90;
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

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

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

