

PROCES-VERBAL*
DE LA CENT-DEUXIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE DIMANCHE 13 JUIN 1976 A 17 H 15

Sont présents: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; 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. Klasen, accompagné par MM. Emminger et Jennemann; 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 Directeur Général de la Banca d'Italia, M. Ossola, accompagné par M. Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Posthumus Meyjes et Sillem; assistent en outre le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Mosca; le Secrétaire Général du Commissariat 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. d'Aroma, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Freeland sont aussi présents, ainsi que M. Rainoni.

I. Approbation du procès-verbal de la 101e séance

Le Président indique que le secrétariat a reçu quelques propositions d'amendement qui sont généralement de caractère rédactionnel et qui concernent les déclarations de M. Getz Wold (page 4), de M. Emminger (pages 6 et 14), de M. Mosca (page 7), de M. de Strycker (page 14) et de M. Clappier (page 17).

Compte tenu des amendements demandés qui seront insérés dans le texte définitif, le procès-verbal de la 101e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

* Texte définitif approuvé lors de la séance du 13 juillet 1976 et ne présentant, par rapport au projet, que quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de mai et des premiers jours de juin 1976: 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 les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal; il présente en outre les remarques suivantes:

- Il semble que la fermeté persistante du DM au sein du "serpent" et l'accroissement de la largeur de la bande communautaire soient liés, dans une certaine mesure, au prêt de DM 750 millions que trois banques commerciales suisses ont accordé récemment au gouvernement allemand et pour lequel la Banque Nationale Suisse a donné une garantie de change.
- Le fonctionnement de la concertation a été satisfaisant et toutes les actions pouvant déroger aux règles admises ont fait l'objet d'une concertation préalable.

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

M. McMahon indique que les Suppléants ont apporté au projet de rapport établi par M. Heyvaert quelques légères modifications qui sont déjà insérées dans le texte remis aux Gouverneurs et qui ne méritent pas d'explications particulières.

Le Comité adopte le rapport dans le texte mis au point par les Suppléants, qui sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

C. Discussion du Comité

M. de Strycker se félicite du bon fonctionnement de la concertation en mai et jusqu'à la mi-juin. Il se demande toutefois si les interventions en DM de la Banque Nationale Suisse sont indiquées, étant donné que l'écart entre les cours des monnaies extrêmes du "serpent" s'est tendu et se rapproche de la largeur maximale. Il conviendrait donc de demander à cette banque centrale de s'abstenir d'acheter des DM, afin de ne pas accentuer l'écart entre les monnaies extrêmes du "serpent", et de se limiter plutôt à des interventions en dollars.

M. Emminger fait remarquer que la transaction en question, à savoir le prêt de DM 750 millions qu'un groupe de grandes banques commerciales suisses

a accordé au gouvernement allemand, doit être considérée à la lumière des facteurs suivants:

- Il s'agit d'une transaction normale de capitaux entre les banques suisses et le gouvernement allemand. La Banque Nationale Suisse n'est pas intervenue dans le marché de changes pour son propre compte, mais elle a prêté partiellement son concours à l'obtention des DM pour étaler les achats de cette monnaie, afin d'éviter un effet massif sur le cours du deutsche mark.
- L'emprunt auprès des banques suisses doit être considéré comme tout à fait normal. Au cours des dernières semaines, l'Allemagne a enregistré des sorties de capitaux importantes. Le prêt en cause ne constitue qu'une transaction qui pourrait contribuer à l'équilibre des marchés financiers.
- Les effets de la transaction sur le marché du franc suisse ont contribué à corriger quelque peu les conditions désordonnées qu'on y a pu constater récemment.

M. de Strycker constate que les explications données par M. Emminger confirment que la Banque Nationale Suisse est intervenue dans l'opération d'une manière particulière. En donnant aux banques suisses concernées une garantie de change, elle a modifié les données de l'opération en cause et a ainsi facilité, voire rendu possible, une opération qui, sans elle, n'aurait pas eu lieu et qui a causé de son ampleur a contribué à l'accentuation des écarts entre les monnaies du "serpent". Dans l'esprit de coopération entre les banques centrales membres de la concertation, il semble utile de demander à la Banque Nationale Suisse de s'abstenir de procéder à des interventions de ce genre qui, d'une part, faussent les conditions de marché et, d'autre part, affectent la cohésion à l'intérieur du "serpent".

M. Klasen fait remarquer que la République Fédérale d'Allemagne, comme les autres membres du "serpent", tient compte dans sa politique de change des mouvements des monnaies ne faisant pas partie du "serpent", comme par exemple le franc suisse, la lire italienne, le franc français et la livre sterling. De leur côté, les pays émetteurs de ces monnaies ne peuvent pas négliger leurs propres intérêts et subordonner entièrement leurs actions aux impératifs du "serpent".

La Deutsche Bundesbank qui a été informée préalablement par la Banque Nationale Suisse s'est félicitée de l'opération de crédit, car le franc suisse était surévalué par rapport au DM. L'opération a permis en outre d'éviter une hausse trop marquée des taux d'intérêt sur le marché des capitaux allemand. Elle a donné son accord à condition que l'opération contribue à rétablir des conditions ordonnées sur le marché et ne donne pas lieu à des tensions au sein du "serpent". Aussi, lorsque le franc suisse a accusé un recul trop marqué et que l'écart entre le DM et le florin est devenu trop important, la Banque Nationale Suisse a-t-elle été invitée à s'abstenir d'acheter des DM et à prélever plutôt les montants nécessaires en cette devise sur ses réserves propres en attendant qu'un changement de la situation lui permette de couvrir ces cessions sur le marché.

M. Klasen n'est pas opposé à l'idée de discuter en commun avec M. Leutwiler les problèmes en cause, mais il souligne qu'on ne peut pas déterminer la politique de change uniquement en fonction des intérêts et des monnaies du "serpent".

M. Hoffmeyer appuie l'opinion émise par M. de Strycker et notamment la suggestion de recommander à la Banque Nationale Suisse d'intervenir en dollars plutôt qu'en DM afin d'éviter les répercussions sur les monnaies du "serpent".

M. Klasen fait remarquer qu'on ne peut pas interdire à la Suisse d'accorder des prêts en DM à l'Allemagne et qu'il convient de préserver pour chaque pays une certaine liberté d'action.

Le Président déclare avoir pris note du débat avec intérêt et pense qu'en tant que représentant d'une banque centrale qui ne fait pas partie du "serpent", il ne peut que recommander une discussion de ce problème entre les parties directement concernées.

III. Transmission éventuelle au Comité monétaire d'une version abrégée du Rapport No 7 établi par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse

Le Président rappelle que conformément au mandat du Comité des Gouverneurs, le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse a mis au point, par la procédure écrite, une version abrégée du Rapport No 7 sur la situation et les prévisions en matière monétaire.

M. McMahon indique que les Suppléants ont examiné le document sus-mentionné et qu'à leur avis, la nouvelle version ne présente plus de points

déliçats. Sous réserve de quelques modifications de forme qui seront insérées dans le texte définitif, le rapport pourrait être transmis au Comité monétaire.

Le Comité approuve la recommandation émise par les Suppléants.

IV. Analyse de la 90e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison du peu de temps dont il dispose, le Comité ne procède pas à cette analyse.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Consolidation de la tranche d'emprunt communautaire à taux variable de l'emprunt communautaire de 1,3 milliard de dollars

M. Mosca informe le Comité que la Commission a étudié durant les dernières semaines les possibilités de transformer, en emprunt à taux fixe, les 300 millions de dollars que la Communauté a empruntés à taux variable. Ces contacts, auxquels la Nederlandsche Bank a d'ailleurs prêté son concours, ont montré la possibilité d'une consolidation partielle par la réalisation de deux opérations, chacune d'un montant de 100 millions de dollars, respectivement sur les marchés néerlandais et américain. Les modalités et les conditions précises ne pourront être fixées qu'immédiatement avant la réalisation de ces opérations qui devrait avoir lieu en octobre.

La Commission a l'intention de demander au Conseil des Ministres, lors de la session du 5 juillet, l'autorisation d'engager des négociations formelles pour les opérations susmentionnées; elle demandera, entretemps, l'avis du Comité monétaire. Les Gouverneurs pourraient faire connaître leur point de vue à la Commission par l'intermédiaire des représentants des banques centrales au Comité monétaire lors de la prochaine séance de celui-ci.

2. Projets de loi américains concernant l'activité des banques étrangères au Etats-Unis

Le Président rappelle que les Gouverneurs ont reçu avant la séance un dossier concernant cette question qui contient notamment une courte note

de M. Kirbyshire exposant les derniers développements en matière de législation américaine sur les banques étrangères installées aux Etats-Unis ainsi qu'une copie de l'échange de lettre entre MM. Bruns, Richardson et Leutwiler.

3. Règles relatives au flottement des monnaies communautaires

M. McMahon indique que le Dr Oort a suggéré, dans une lettre adressée au Président du Comité monétaire, que ce comité étudie les possibilités d'établir dans la Communauté des règles relatives au flottement s'appliquant aux monnaies participant et à celles ne participant au "serpent". Ces études représentent, dans une certaine mesure, un chevauchement et un double emploi avec les travaux que le Comité a confiés aux Suppléants pour la séance de novembre à laquelle participeront les Gouverneurs des banques centrales associées de Norvège et de Suède. Dans ces conditions, il semble utile que les représentants des banques centrales au Comité monétaire attirent l'attention de ce comité sur le fait que des travaux similaires sont en cours de réalisation au niveau des Suppléants du Comité des Gouverneurs.

Le Président estime utile que le travail que le Comité a demandé aux Suppléants soit réalisé et que les Gouverneurs en examinent les résultats. Ces études devraient être faites le plus possible en harmonie avec celles que le Comité monétaire entreprendra éventuellement.

4. Rapport du groupe "Mouvements de capitaux à court terme" intitulé "Le marché des euro-devises et la régulation des flux financiers internationaux"

Le Président rappelle que le Comité monétaire discutera, lors de sa session du 21 juin 1976, des problèmes liés aux euro-marchés, à partir notamment d'un rapport établi par le groupe d'experts présidé par M. Nash, "Mouvements de capitaux à court terme". Ce groupe étant commun aux deux Comités, le rapport sera transmis également au Comité des Gouverneurs et celui-ci devrait l'examiner lors de sa séance de juillet.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle le mardi 13 juillet 1976 à 10 heures.

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

MAI 1976

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des banques centrales participant à la concertation (banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Suisse, du Japon, des Etats-Unis et du Canada) et les opérations d'interventions de ces dernières durant le mois de mai 1976, ainsi que pendant les premiers jours de juin.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Dans l'ensemble, les cotations ont enregistré en mai des écarts marqués. Durant la première quinzaine, ceux-ci ont affecté seulement certaines des monnaies européennes qui flottent de façon indépendante. Ensuite, une hausse du dollar EU s'est accompagnée d'un élargissement des fluctuations de cours des monnaies du "serpent". Mais alors que les écarts quotidiens accusés par ces dernières vis-à-vis du dollar ont rarement atteint 1%, ceux des autres monnaies ont dépassé largement ce pourcentage dans les deux sens à plusieurs reprises.

Comme en avril, la largeur du "serpent" a oscillé entre 1,70 et 1,90%. Le mark allemand, en opposition avec le florin, s'est maintenu au bord supérieur où il a été rejoint, en fin de période et de façon temporaire, d'abord par la couronne danoise, puis par la couronne norvégienne. Dans le but de compenser l'effet monétaire des récentes entrées de fonds en Allemagne, la Bundesbank a majoré de 5%, à partir du 1er mai, les coefficients des réserves obligatoires des banques. Une nouvelle augmentation de même ampleur est entrée en vigueur le 1er juin.

Les autres monnaies du "serpent", dont la cohésion était étroite au début de mai, ont eu tendance à s'écarter les unes des autres, la plupart d'entre elles s'étant en effet rapprochées plus ou moins nettement du mark allemand. Les fluctuations de la couronne danoise ont, comme en avril, été relativement marquées. Seul le franc belge est resté non loin du florin. La Banque Nationale de Belgique a continué, il est vrai, d'intervenir en rachetant quotidiennement des marks pour des montants non négligeables.

Durant les premiers jours de mai, la baisse de la lire italienne s'est poursuivie à un rythme rapide, se chiffrant par plus de 2,25% vis-à-vis des monnaies du "serpent". Mais, dès la mise en vigueur par les autorités italiennes, le 6 mai, d'une obligation de dépôts en lires pour les achats de devises touchant la plupart des paiements avec l'étranger, la lire s'est redressée vigoureusement. Les jours suivants, elle a pu conserver, au moins en partie, son avance, l'augmentant même sur certaines places. Par rapport au 30 avril, elle gagne finalement plus de 6% à l'égard du dollar et 8,35% vis-à-vis de l'ensemble des monnaies du "serpent".

La livre sterling, au contraire, a continué de se replier presque constamment, surtout pendant la seconde quinzaine du mois. Le relèvement le 21 mai, de 10,50 à 11,50%, du "minimum lending rate" de la Bank of England n'a pu arrêter cette chute. Depuis le 30 avril, celle-ci atteint 4,50% vis-à-vis du dollar et un peu plus de 2,50% en moyenne par rapport aux monnaies qui participent au système de changes à fluctuations limitées.

Le dollar EU, plutôt orienté à la baisse les mois précédents, s'est, au contraire, inscrit en hausse parfois sensible sur la majorité des marchés et en tout cas à l'égard de toutes les monnaies du "serpent" vis-à-vis desquelles le raffermissement se chiffre, en moyenne, à près de 2%. Il a progressé aussi en termes de franc français (1,50%).

L'écart qui sépare ce dernier de son ancien cours "plancher" à Francfort s'est réduit fin mai à 3,25%.

Le yen japonais et le dollar canadien ont, dans l'ensemble, suivi l'évolution du dollar EU.

Enfin, la hausse du franc suisse s'est accélérée très fortement. Vis-à-vis des monnaies du "serpent", son gain moyen s'est accru d'un peu plus de 5 $\frac{1}{4}$ % de sorte qu'il s'élève à environ 17% depuis le 30 avril 1975. En termes de dollars EU toutefois, son appréciation n'a pas augmenté en mai de plus de 3%.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Tant à l'achat (1,2 milliard de dollars) qu'à la vente (1,5 milliard de dollars), le volume global des interventions en dollars des banques centrales qui participent à la concertation a été moins élevé en mai que durant chacun des deux mois précédents.

Dans l'ensemble, ces interventions ont été conformes à l'orientation du cours du dollar EU dans les pays en cause. Ainsi, les ventes réalisées par les banques centrales dont la monnaie est soumise à des marges de fluctuation, ont été essentiellement le fait de la Nederlandsche Bank et, dans une moindre mesure, de la Bundesbank. Des cessions substantielles ont également été faites par la Bank of England et, en début de période, par la Banca d'Italia. Les achats ont été surtout effectués par la Banque Nationale Suisse et, après le 5 mai, par la Banca d'Italia.

Les interventions de cette dernière se traduisent finalement par une entrée nette peu importante. Il en est de même pour celles, beaucoup plus réduites, de la Banque du Canada.

Alors qu'en avril, il y avait pratiquement équilibre, l'ensemble des interventions en dollars s'est soldé en mai par une sortie d'environ \$300 millions. Les cessions nettes des banques centrales qui font partie du système de change à fluctuations limitées et de celles de la CEE qui n'y participent pas ont été, en effet, supérieures aux achats nets des autres banques centrales.

Par ailleurs, la Bank of England a aussi prélevé sur ses réserves une somme importante de dollars couvrant des cessions à sa clientèle. La Banca d'Italia a fait de même pour le paiement d'intérêts échus. Quant aux acquisitions de la Banque Nationale Suisse, elles ont été compensées à raison de 65% par des ventes faites à des emprunteurs étrangers de francs suisses à long terme.

A noter enfin que deux banques centrales sont intervenues à terme à l'achat de dollars pour des montants relativement peu importants (moins de \$100 millions au total).

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

En l'absence de tensions réelles au sein du "serpent", les banques centrales n'ont pratiquement pas dû intervenir en monnaies européennes aux cours extrêmes. Seule une cession de couronnes suédoises par la Banque Nationale de Belgique a eu lieu à la fin du mois; d'un montant insignifiant, elle s'explique uniquement par l'étroitesse exceptionnelle du marché le lendemain de l'Ascension.

Par contre, durant la plus grande partie du mois, la Banque Nationale de Belgique et, à certaines occasions, la Danmarks Nationalbank ont racheté des marks allemands. Ces achats, dont le produit a été affecté au remboursement - total pour la Belgique et très partiel pour le Danemark - des soldes des financements à court terme enregistrés en mars ou tout au début d'avril, ont porté sur un montant analogue à celui des interventions du même type effectuées en avril, soit l'équivalent d'un peu moins de 300 millions d'UCME.

La reprise du dollar EU a amené la Federal Reserve Bank of New York à acheter des marks et, dans une moindre mesure, des francs belges affectés, pour la plus grande part, au remboursement de tirages "swap". Ces acquisitions qui portent sur l'équivalent de plus de \$100 millions, ont été réalisées soit dans le marché, soit directement auprès d'autres banques centrales.

* * *

Les deux premières semaines de juin 1976

Durant les deux premières semaines de juin, d'assez fortes fluctuations ont encore affecté les monnaies européennes flottantes, sauf le franc français qui ne s'inscrit qu'en très léger repli par rapport aux monnaies du "serpent". Elles ont reflété l'ébauche d'un changement d'orientation: la livre sterling a enregistré une certaine reprise, le franc suisse et la lire italienne un recul. La livre sterling s'est redressée de plus de 3% dès que furent annoncés l'octroi au Royaume-Uni d'une ligne de crédit de \$5,3 milliards par un groupe de dix institutions étrangères, puis l'acceptation par les syndicats des mineurs britanniques des limitations de salaires fixées par le gouvernement. Dans les jours suivants, la Bank of England

est intervenue dans une mesure importante pour maintenir cette avance: le niveau atteint se traduit, par rapport au 31 mai, par une progression de 1/2% environ vis-à-vis du dollar EU et le statu quo à l'égard de l'ensemble des monnaies du "serpent".

La fermeté du franc suisse s'est quelque peu atténuée. Mais il a fallu, pour amorcer ce mouvement, puis pour l'entretenir, que la Banque Nationale Suisse accroisse ses interventions en achetant également des marks allemands, puis en augmentant sensiblement ses achats de dollars EU. En même temps, les autorités helvétiques ont pris une série de mesures comprenant entre autres une nouvelle réduction du volume possible des ventes à terme de francs suisses aux étrangers et la diminution des taux officiels d'escompte et d'avances sur nantissement, respectivement à 2 et à 3%. Depuis fin mai, le franc suisse a reperdu près de 2% en termes de dollars EU et près de 2 $\frac{1}{2}$ % à l'égard de l'ensemble des monnaies du "serpent". Enfin, la lire italienne a été un peu moins bien orientée: par rapport à fin mai, elle a fléchi d'un peu plus de 1%.

Le dollar EU n'a pu maintenir vis-à-vis des monnaies du "serpent" la totalité du gain réalisé en mai. Il a, en effet, reculé en moyenne de $\frac{1}{2}$ %.

Le yen japonais et le dollar canadien ont pratiquement suivi l'évolution du dollar EU.

Au sein du "serpent" dont la largeur a varié entre 1,80 et 2,10%, le mark est demeuré la devise la plus ferme. Les monnaies qui s'en étaient approchées fin mai s'en sont écartées à nouveau. Le franc belge a progressivement rejoint le florin qui occupait le bord inférieur de la bande, l'y a remplacé brièvement, puis s'en est détaché.

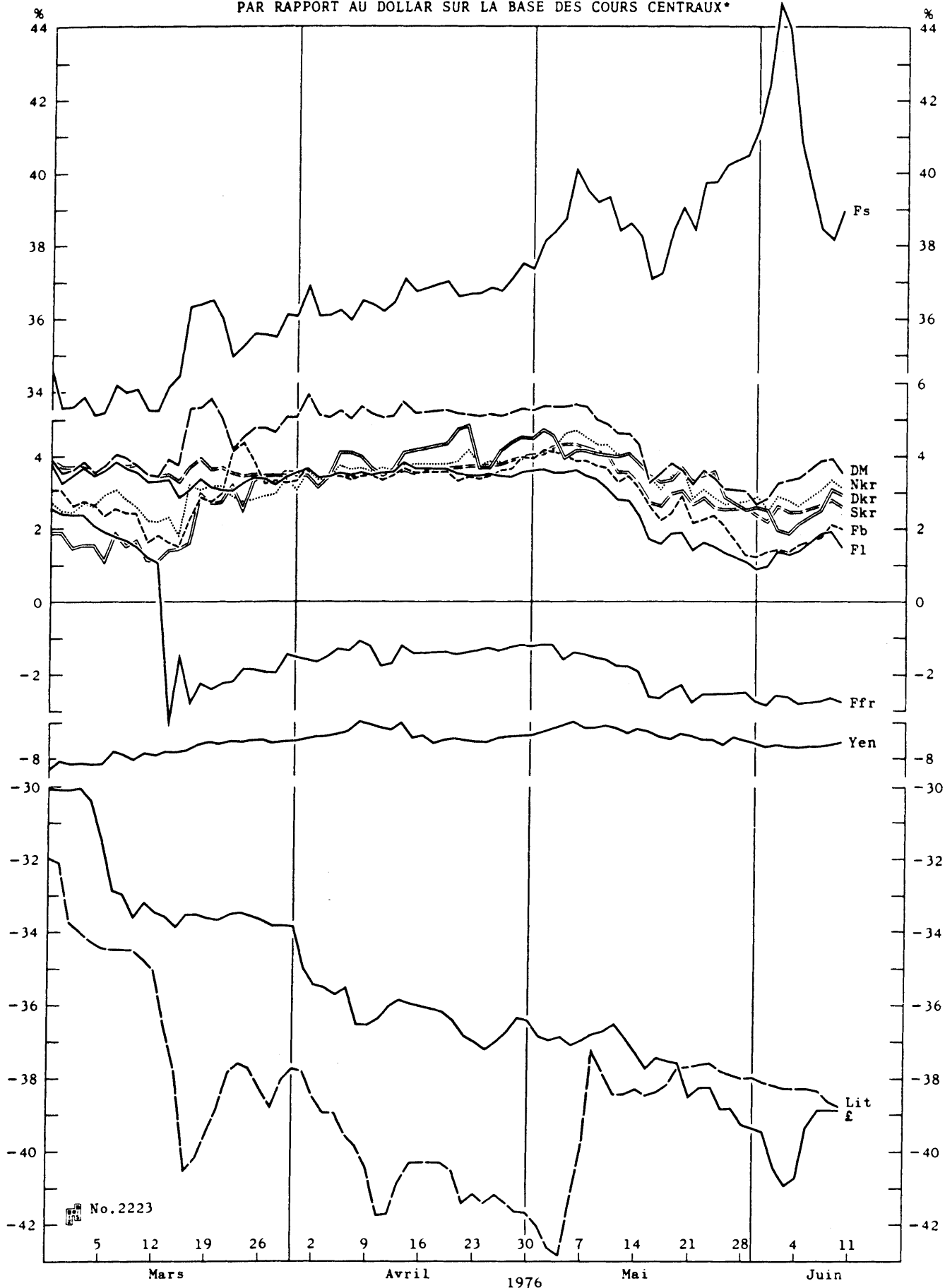
Aucune intervention en monnaies européennes n'a été nécessaire. Par contre, la Nederlandsche Bank a encore cédé dans le marché, durant les premiers jours, des montants non négligeables de dollars. En outre, elle a, comme la Sveriges Riksbank, majoré son taux d'escompte. La Danmarks Nationalbank et la Banque Nationale de Belgique ont procédé à quelques interventions marginales à la vente en dollars.

Deux des banques centrales de la Communauté qui ne font pas partie du système de change à fluctuations limitées, et surtout l'une d'elles, ont procédé à des ventes beaucoup plus importantes. A l'inverse, la Banque Nationale Suisse a acquis une somme de dollars un peu supérieure au total de ces ventes.

Les interventions des autres banques centrales qui participent à la concertation ayant été d'autre part négligeables, le solde global se chiffre par une vente nette inférieure à 100 millions de dollars.

Les opérations de la Federal Reserve Bank of New York se sont limitées à l'achat de francs belges, de florins et de marks allemands pour l'équivalent de quelques millions de dollars seulement.

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; Dkr 6,28205; Ffr 4,60414; DM 2,6690; F1 2,7812; Nkr 5,69606; Skr 4,56.
Théoriques, 1 dollar EU =
Lit 523,35; Yen 277,20; Fs 3,456. £1 = \$2,8952.