

PROCES-VERBAL*
DE LA CENT-QUATORZIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 SEPTEMBRE 1977 A 10 HEURES

Sont présents* : le Gouverneur de la Central Bank of Ireland et Président du Comité, M. Murray, accompagné par MM. Breen et Reynolds; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par 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 Jennemann; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Ercolani et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász, van Hellenberg Hubar et Sillem; 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. Ortolí, accompagné par MM. Mosca, Boyer de la Giroday 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. d'Aroma, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Freeland sont aussi présents ainsi que M. Lamfalussy.

I. Approbation du procès-verbal de la 113e séance

Le Président indique que le secrétariat n'a reçu que quelques légers amendements de caractère rédactionnel. Compte tenu de ces modifications qui seront insérées dans le texte définitif, le procès-verbal de la 113e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 8 novembre 1977, et présentant par rapport au projet quelques compléments et modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de juillet et d'août 1977 et des premiers jours de septembre: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du Rapport du Comité au Conseil des 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 et signale les mouvements les plus notables des réserves brutes des banques centrales participant à la concertation.

Le Président remercie M. Heyvaert de son rapport et constate que les Gouverneurs n'ont aucune remarque à formuler à ce sujet.

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

Le Comité adopte le rapport dans le texte du projet, qui sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. Suite à donner au mandat confié le 18 juillet 1977 au Comité des Gouverneurs par le Conseil des Communautés européennes et relatif aux propositions belges

A. Exposé de M. Breen

M. Breen indique qu'à la suite du mandat confié par le Conseil au Comité des Gouverneurs de faire rapport, avant la session d'octobre, sur les propositions belges relatives aux mécanismes de crédit, les Suppléants ont eu, le 12 septembre, une discussion qui a été centrée sur le soutien monétaire à court terme, domaine relevant de la compétence du Comité des Gouverneurs. Le débat a utilisé comme base une note établie par les membres belges du Comité monétaire et le contenu de la discussion que le Comité monétaire a tenue sur ce sujet le 9 septembre.

Les discussions tenues au Comité monétaire se sont concentrées sur les propositions ayant trait au concours à moyen terme. Il semble s'être dégagé un accord plus ou moins général en ce qui concerne les suggestions relatives à la conditionnalité et au versement par tranches, ainsi qu'à l'augmentation des plafonds d'engagement de ce système de crédit. Toutefois, certaines réserves ont été exprimées à l'égard des montants et du

calendrier d'une telle augmentation, et dans son rapport le Comité monétaire demandera un délai supplémentaire pour considérer ces aspects.

Les Suppléants n'ont pas abouti à un accord en ce qui concerne la proposition d'augmenter les quotes-parts du soutien monétaire à court terme. La majorité d'entre eux est favorable à une augmentation et accepte les arguments avancés à cet égard par les belges, à savoir: contribution à une meilleure cohésion entre les Etats membres, besoin d'éliminer les défauts du système, notamment le fait que la rallonge débitrice peut être épuisée par le tirage d'un seul pays, baisse en termes réels des montants, depuis la dernière révision des quotes-parts.

Deux banques centrales sont opposées à toute augmentation. Elles font valoir que les règles régissant le soutien monétaire à court terme prévoient une révision des quotes-parts tous les 5 ans, sauf circonstances exceptionnelles, ce qui n'est actuellement pas le cas. Il ne leur semble pas non plus souhaitable de procéder à une augmentation durant la période où l'on discute l'accroissement des quotas dans le FMI qui devrait avoir lieu au début de 1978. En effet, il pourrait être difficile de plaider pour la modération dans le cadre du FMI si d'autres pays préconisant une forte augmentation pouvaient mettre en avant l'élargissement des crédits intracommunautaires décidé au sein de la CEE. Il a été suggéré que la révision des plafonds du concours à moyen terme qui sont restés inchangés depuis leur fixation à l'origine en 1971, ait lieu avant la révision des quotes-parts du soutien monétaire à court terme.

Enfin, des doutes ont été exprimés sur l'idée que les mécanismes de crédit ou leur élargissement pourraient contribuer à une meilleure cohésion parmi les pays membres et sur le fait que l'absence d'arrangements de soutien est à l'origine de la détérioration des relations financières entre les pays membres.

Un accord général s'est toutefois dégagé sur deux points:

- le système actuel présente le défaut de permettre à un seul pays d'épuiser toute la rallonge disponible;
- l'imposition de conditions au soutien monétaire à court terme ne serait pas appropriée; en effet, ce mécanisme répond à des besoins de financement à court terme et l'imposition de conditions ne pourrait résoudre une crise à court terme; de plus, les banques

centrales rencontreraient des difficultés lorsqu'il s'agirait d'annoncer et de respecter des objectifs en matière monétaire et budgétaire.

En ce qui concerne les propositions relatives au concours financier à moyen terme, il a été reconnu que ce mécanisme ne relève pas de la compétence des banques centrales, mais qu'il existe un lien entre le système à court terme et celui à moyen terme et que la conditionnalité est appropriée pour ce dernier.

S'agissant de la procédure à adopter en vue d'établir, dans les délais très courts, le rapport requis par le Conseil, les deux approches ci-après sont soumises au choix des Gouverneurs. Selon certains Suppléants, le rapport des Gouverneurs pourrait indiquer que l'examen du soutien monétaire à court terme, effectué en réponse au mandat du Conseil, a mis en relief quelques défauts de ce système et qu'il y a eu une réaction favorable à l'égard de la proposition d'augmenter les quotes-parts, l'étude complète de cette question exigeant cependant plus de temps. En ce qui concerne la conditionnalité, le rapport des Gouverneurs indiquerait que le soutien monétaire à court terme ne s'y prête pas. Les Gouverneurs pourraient également souhaiter ajouter certains commentaires sur les propositions relatives au concours à moyen terme. Si les Gouverneurs adoptaient cette approche, les Suppléants reconsidéreraient le sujet avec éventuellement la collaboration du groupe d'experts présidé par M. Heyvaert.

L'alternative, ou seconde approche, proposée par d'autres Suppléants serait un rapport plus bref dans lequel les Gouverneurs se limiteraient à indiquer qu'ils ont procédé à un examen préliminaire des propositions belges et que l'étude complète de celles-ci requière plus de temps. Le rapport pourrait mentionner, en outre, que le soutien monétaire à court terme ne se prête pas à l'introduction de la conditionnalité.

A la suite des discussions tenues ce jour, un projet de rapport pourrait être diffusé au cours de la semaine prochaine. Toutes les observations à l'égard du projet de rapport devraient être télexées au Président et au secrétariat et, en cas de besoin, les Gouverneurs pourraient discuter le rapport préliminaire à Washington, en marge de l'Assemblée générale du FMI et de la Banque mondiale.

Le Président remercie M. Breen de son rapport et invite M. Pöhl à exposer les résultats auxquels le Comité monétaire qu'il préside est arrivé lors de sa réunion du 9 septembre, notamment en ce qui concerne le concours financier à moyen terme.

B. Exposé de M. Pöhl

M. Pöhl indique qu'au Comité monétaire le sentiment a prévalu qu'il n'existe pas un besoin urgent d'augmenter les quotes-parts dans les mécanismes de crédit intracommunautaires à court et à moyen terme. A partir de là, toutefois, des conclusions divergentes ont été tirées: alors que les uns pensent que des changements ne s'imposent pas à l'heure actuelle, les autres estiment qu'on devrait profiter du calme actuel pour procéder à une révision. Il demeure que, dans l'ensemble et pour des raisons déjà indiquées par M. Breen, l'attitude est plus favorable à l'égard d'une augmentation des plafonds du concours à moyen terme que d'un relèvement des quotes-parts dans le soutien monétaire à court terme. En outre, le Comité monétaire est d'avis que la conditionnalité n'est pas appropriée pour ce dernier mécanisme.

Certains membres du Comité monétaire ont estimé qu'il ne serait pas opportun d'engager un débat au niveau ministériel aussi longtemps qu'on discute de l'augmentation des quotas au FMI, car un tel débat pourrait compromettre la position assez restrictive que certains pays de la CEE ont prise à l'égard d'un accroissement trop fort des quotas au FMI.

Néanmoins, le Comité monétaire respectera le délai fixé par le Conseil (il a prévu de se réunir début octobre) et soumettra un rapport avant la session des Ministres d'octobre; ce rapport présentera grosso modo les considérations déjà exposées par M. Breen; certains membres du Comité monétaire insisteront sans doute pour recommander au Conseil de ne pas trancher dans l'immédiat sur cette question.

C. Discussion du Comité

M. Emminger rappelle que le soutien monétaire à court terme ne relève pas de décisions ministérielles, mais entre dans la compétence des Gouverneurs des banques centrales de la CEE. Il faudrait tenir compte de cet aspect et ne pas demander au Conseil de se prononcer sur une question à l'égard de laquelle les banques centrales n'ont pas abouti à un accord. En présence d'un tel désaccord, il n'est ni possible ni utile de faire rapport aux Ministres sur le fond de la question.

Le Président est d'accord avec M. Emminger, mais il pense que si le Conseil discute une extension du concours à moyen terme, il est important pour lui de connaître les intentions des Gouverneurs en matière de

soutien monétaire à court terme. Il conviendrait donc que le Comité fasse un rapport d'ici la mi-octobre dans lequel il indiquerait la décision ou la position prise à propos du soutien monétaire.

M. de Strycker pense, comme M. Emminger, que le Comité des Gouverneurs ne peut pas soumettre son avis au Conseil sans avoir eu un débat approfondi sur le fonctionnement du soutien monétaire à court terme et les éléments qui pourraient justifier éventuellement une augmentation des quotes-parts dans ce mécanisme de crédit. Les Suppléants n'ont pas eu suffisamment de temps pour considérer tous les éléments de fait et les circonstances actuelles et prévisibles dans lesquelles devrait se situer un éventuel fonctionnement du crédit à court terme.

De l'avis de la délégation belge, l'adaptation des systèmes de concours mutuel se justifie par les changements qui sont intervenus dans la situation économique et financière, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la CEE, depuis la mise en place des mécanismes de crédit intracommunautaires et la fixation des montants actuellement en vigueur. Les Suppléants devraient se pencher à nouveau sur ce contexte économique et financier en négligeant les considérations politiques et, sur la base de cet examen approfondi, il est à espérer que les Gouverneurs aboutissent ensuite à un accord unanime.

M. Baffi pense que le volume du soutien monétaire à court terme n'est plus en rapport avec l'ampleur des mouvements de capitaux. Par exemple, en octobre 1976, les sorties de devises au cours d'un seul jour ont été supérieures à la quote-part débitrice de l'Italie dans le soutien monétaire à court terme et, en mars 1974, l'ampleur du déficit de la balance des paiements a rendu nécessaire l'utilisation de toute la rallonge. Si l'on augmentait les quotes-parts du soutien monétaire à court terme, tout en introduisant un élément de conditionnalité, on devrait alors allonger la durée d'utilisation de ce crédit à court terme.

M. Baffi admet le lien, souligné par certains membres, entre l'augmentation des quotas dans le FMI et la révision du concours à moyen terme et du soutien monétaire à court terme; il suggère que l'examen des aménagements à apporter à ces mécanismes de crédit soit fait successivement dans cet ordre, et que dans l'immédiat le Comité ne prenne pas de décision sur le fond en ce qui concerne le soutien monétaire.

M. Zijlstra pense également que le moment n'est pas encore venu pour conclure sur le fond des questions en cause. Le Comité a besoin de

plus de temps pour atteindre l'unanimité qui ne semble pas exclue, mais qui n'est pas encore acquise dans l'immédiat.

M. Zijlstra pense, comme M. Baffi, qu'un aménagement éventuel du soutien monétaire à court terme devrait être examiné en dernier lieu. Il souhaite que le travail préparatoire soit fait aussi vite que possible par les Suppléants et éventuellement les experts, afin qu'on puisse arriver à une décision pour le soutien monétaire à court terme. Ce dernier relève de la compétence des Gouverneurs et, comme M. Emminger l'a dit, on ne pourrait, à son sujet, qu'indiquer dans le rapport aux Ministres la décision ou l'absence de décision des Gouverneurs, qui devra être, par définition, unanime.

M. Clappier rappelle que les autorités françaises se sont prononcées déjà depuis longtemps en faveur d'un élargissement des mécanismes de concours intracommunautaires à court et à moyen terme. Il comprend le raisonnement de M. Baffi selon lequel il existe un lien entre l'augmentation des quotas au FMI et la révision des concours dans le cadre de la CEE, mais il ne faut pas oublier qu'en raison du caractère spécifique de la Communauté, les pays membres restent maîtres des conditions selon lesquelles la révision des mécanismes de crédit à court et à moyen terme pourrait être faite. Il conviendrait de suivre la suggestion de M. de Strycker de faire examiner soigneusement par les Suppléants les conditions générales et les circonstances dans lesquelles le soutien monétaire à court terme serait octroyé à l'avenir.

M. Clappier pense aussi qu'il ne faudrait pas transmettre au Conseil un rapport présentant des divergences d'opinion. En effet, le Comité risquerait ensuite de devoir débattre la question sous la pression d'une décision de principe prise par le Conseil pour des raisons purement politiques. En revanche, la décision des Gouverneurs devrait intervenir aussitôt que possible. Il conviendrait donc d'entamer les études préalables sans délai afin que les Gouverneurs puissent aboutir à une décision en novembre ou au plus tard en décembre.

M. Hoffmeyer indique que d'une part le soutien monétaire à court terme n'a pas fait l'objet d'abus depuis sa mise en place, d'autre part, que les montants de ce mécanisme sont relativement modestes, surtout pour les grands pays de la CEE. Il faudrait tenir compte de ces deux éléments lorsqu'on prendra une décision. Comme M. Clappier l'a suggéré, il conviendrait que les Gouverneurs arrivent à une décision d'ici deux ou trois mois.

Ce calendrier devrait être annoncé au Conseil afin de ne pas donner l'impression qu'on laisse la question en suspens.

M. Ortoli ne nie pas que le soutien monétaire à court terme, ayant pour origine un accord entre banques centrales, relève de la compétence des Gouverneurs; néanmoins les relations entre le Conseil et les Gouverneurs des banques centrales de la CEE en cette matière sont beaucoup plus complexes. Ainsi, l'augmentation des quotes-parts en 1974 a eu lieu sur invitation du Conseil, adressée aux Gouverneurs des banques centrales.

M. Ortoli pense, comme M. Clappier et M. Zijlstra, qu'il faudrait étudier soigneusement et rapidement l'initiative qui a été lancée; cette initiative touche à un problème qui à l'avenir gagnera encore davantage d'importance. Le Comité des Gouverneurs devrait être en mesure, dans un domaine qui relève de sa compétence, d'aboutir à une décision sur le fond. Il existe d'ailleurs, au sein de la CEE, une tendance à s'enfermer dans les questions de procédure, ce qui conduit souvent à l'inaction. Cette tendance déplorable s'observe notamment dans le domaine monétaire où on tend à penser que les problèmes peuvent être réglés en dehors de la Communauté.

M. Zijlstra reconnaît le caractère complexe des relations entre le Conseil et les banques centrales de la CEE; en 1974, le Conseil a effectivement invité les Gouverneurs des banques centrales, mais ceux-ci ont pris la décision. Il va de soi que, cette fois encore, le Conseil est libre de formuler des vœux, mais la décision relève de la compétence des banques centrales.

Le Président pense que la compétence des Gouverneurs n'est pas en cause et qu'ils pourraient modifier le soutien monétaire à court terme même si le Conseil ne le demandait pas. Toutefois, il ne serait pas souhaitable, sur le plan politique, que les Gouverneurs ne se prononcent pas sur une initiative qui a été lancée par un Ministre ou qu'ils fassent état d'un désaccord entre eux. Il faudrait donc absolument aboutir à un accord unanime.

M. Emminger reconnaît, avec M. Clappier, qu'il faut s'efforcer d'établir un avis bien documenté et de présenter un rapport au Conseil dans les meilleurs délais. Il ne serait pas opportun cependant d'annoncer une date dans ce rapport, même si, entre eux, les Gouverneurs conviennent du mois de novembre.

Le Président pense que la suggestion faite par M. Emminger est prudente et qu'effectivement il ne faudrait prendre qu'un rendez-vous moral au sein du Comité. Il convient donc de se pencher sur le contenu à donner au rapport intérimaire des Gouverneurs au Conseil, et de choisir entre les deux approches présentées par les Suppléants.

M. Clappier suggère à nouveau que les Suppléants étudient l'évolution des conditions générales depuis l'institution du soutien monétaire à court terme et il estime qu'il serait utile de demander aux banques centrales qui ont utilisé ce mécanisme d'analyser dans une courte note leur expérience et la situation dans laquelle elles se sont trouvées.

En effet, si l'on met à part la valeur politique du soutien monétaire à court terme, sa valeur technique se détermine en fonction des mouvements des capitaux auxquels il doit permettre de faire face.

M. Zijlstra fait remarquer, au sujet de la procédure, qu'il est en faveur de la seconde approche. Le Comité n'est pas en mesure, actuellement, de donner une réponse ni positive ni négative et toute considération ou déclaration qui anticiperait les résultats des débats ultérieurs ne favoriserait pas la recherche d'un accord.

M. Richardson est également en faveur d'une réponse brève, car il n'estime pas convenable d'annoncer au Conseil des études et, en même temps, d'anticiper les résultats qui pourraient en ressortir. Une telle procédure ne rendrait pas un bon service à la recherche de l'unanimité au sein du Comité sur le fond de la question. Mais il espère, comme M. Clappier, que les études préliminaires soient effectuées aussi rapidement que possible et sur la base d'une présomption favorable.

M. Pöhl indique qu'il semble exister, il est vrai, au sein du Comité monétaire une majorité confortable pour une augmentation du concours à moyen terme, mais nombre de questions (conditionnalité, financement, etc.) se posent et il faut les étudier soigneusement. De ce fait, le rapport que le Comité monétaire présentera au Conseil avant la session d'octobre, ne sera qu'un rapport intérimaire. Le Comité des Gouverneurs se trouverait donc en bonne compagnie s'il procédait de la sorte et s'il demandait au Conseil un délai supplémentaire.

Le Président conclut que le Comité des Gouverneurs n'est pas en mesure de prendre une décision sur le fond de la question avant la session

du Conseil d'octobre et que le rapport intérimaire aux Ministres des Finances ne devrait pas faire état d'une présomption favorable. La seconde option des Suppléants est donc adoptée par les Gouverneurs et le texte du rapport intérimaire pourrait être mis au point par la procédure écrite avant les réunions de Washington. Les Suppléants devraient réaliser leur étude le plus rapidement possible, en se réunissant si c'est nécessaire à Washington et en bénéficiant des expériences ou des idées que les banques centrales pourraient présenter dans de courtes notes. Les Gouverneurs devraient disposer de cette étude avant leur séance de novembre; éventuellement, ils pourraient même avancer le calendrier et prévoir une séance du Comité à Washington.

M. de Strycker pense que le cadre de l'Assemblée générale du FMI n'est pas propice à un travail utile et efficace du Comité des Gouverneurs. Les Suppléants devront probablement se réunir deux fois d'ici la fin octobre, l'objectif étant que les Gouverneurs aient une discussion approfondie en novembre sur la base d'un rapport détaillé et complet des Suppléants.

Le Président indique qu'il n'insiste pas pour une réunion à Washington qu'il n'a proposée que par précaution. Le Comité reprendra donc la question en novembre.

IV. Echange de vues sur les points à l'ordre du jour des réunions monétaires internationales à Washington

Le Président indique que ce sujet a été traité d'une manière exhaustive à la dernière réunion du Comité monétaire et constate que les Gouverneurs n'ont aucune observation à formuler sur ce point de l'ordre du jour.

V. Analyse de la 102e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison de l'ordre du jour chargé, le Comité ne procède pas à cette analyse.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Déclaration du Gouverneur de la Banca d'Italia au sujet de la négociation de billets de banque italiens en grosses coupures

M. Baffi rappelle que les pays membres de la CEE ont suivi, en avril 1976 et à la demande de la Banca d'Italia, l'initiative suisse de décourager la négociation des billets de banque italiens en grosses coupures. A cette époque, les billets de banque italiens étaient négociés avec une décote de 11% à Zurich, et sur le marché à terme et le marché parallèle la lire était cotée respectivement 35 et 25% au-dessous de son cours au comptant.

Entre-temps, la situation s'est essentiellement améliorée. La décote sur les billets de banque italiens et celle sur les transactions dans le marché parallèle ont disparu et le déport sur le marché à terme correspond maintenant à l'écart entre le niveau des taux d'intérêt en Italie et celui à l'étranger. Le changement dans la position extérieure italienne qui est intervenu grâce aux mesures que les autorités italiennes ont prises l'année passée en vue d'améliorer la balance des paiements courants et de décourager l'évasion des capitaux, fait penser qu'on pourra libérer les transactions acceptables en billets de banque. Il convient d'ailleurs d'ajouter que la Suisse a déjà rétabli, par voie autonome, la liberté des transactions en billets de banque italiens et que le maintien des restrictions pose des problèmes à un pays de la CEE. Dans ces conditions, les autorités italiennes n'insistent plus pour que les pays de la CEE maintiennent les restrictions qu'ils ont introduites en 1976 en faveur de la lire.

M. de Strycker demande si la réglementation italienne relative aux billets de banque italiens de 50.000 et 100.000 liras a été abrogée.

M. Baffi précise que cette réglementation qui ne relève pas de la compétence de la banque centrale italienne, est encore en vigueur, mais la Banca d'Italia plaide en faveur de son abrogation ou de sa modification.

Le Comité prend note de la déclaration de M. Baffi.

2. Résultats de l'enquête dans la répartition par échéance des créances bancaires sur l'étranger

M. Lamfalussy rappelle qu'en juillet 1976, les Gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix et de la Suisse ainsi que le Comité

des Gouverneurs des banques centrales de la CEE ont suggéré de faire une enquête expérimentale sur la répartition par échéance des créances bancaires sur l'étranger. Cette enquête a été effectuée depuis lors; ses résultats ont été distribués aux banques centrales, d'ailleurs avec un grand succès, puisque même la presse en a pris connaissance.

Plus tard, c'est-à-dire en juillet 1977, un groupe d'experts s'est réuni à la BRI pour délibérer sur la suite à donner à cette statistique. Ce groupe est arrivé aux conclusions exposées ci-après qui ont été déjà soumises, le 12 septembre, aux Gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix et de la Suisse.

- La structure par échéance (moins d'un an, moins de deux ans, plus de deux ans) et la rubrique "Crédits confirmés mais pas encore utilisés" seront conservées.

- La couverture statistique sera étendue: d'une part, les engagements des banques vis-à-vis de l'étranger seront désormais recensés; d'autre part, les pays où la déclaration reposait sur un échantillon de banques, essayeront d'inclure toutes les banques. Cette tentative a pour but de fusionner la nouvelle statistique avec celle que la BRI établit trimestriellement sur les euro-marchés.

- Les créances sur les centres "Off shore" seront mises à part, ces centres étant plutôt le lieu de passage pour les fonds que leur lieu de destination.

- En ce qui concerne la périodicité des déclarations, il est proposé à la suite de la réunion d'hier des Gouverneurs du Groupe des Dix et de la Suisse, que la statistique soit établie deux fois par an, c'est-à-dire fin juin et fin décembre, en commençant dès fin décembre 1977.

- Les données ainsi collectées et assemblées seraient publiées par la BRI qui ajouterait un bref commentaire comme elle le fait pour ses statistiques sur les euro-marchés. Les banques centrales recevraient cependant ces données quelques jours à l'avance et pourraient donc les transmettre aux banques commerciales avant la publication par la BRI.

- En ce qui concerne la suite à donner aux résultats de l'enquête expérimentale, il ne semble pas digne de publier, par un communiqué de presse, les résultats qui sont déjà parus dans la presse à cause d'une indiscretion. Les banques centrales devraient cependant s'autoriser entre

elles à fournir ces données aux milieux qui ont marqué leur intérêt pour ces statistiques.

M. Clappier est préoccupé par la proposition de faire publier et commenter par la BRI les résultats de la nouvelle statistique. Si des fuites dans la presse présentent l'inconvénient de commentaires mal orientés ou inappropriés, une publication officielle comporte également des risques. Par exemple, il pourrait en résulter pour un pays en voie de développement qui a enregistré une forte augmentation de sa dette externe, soit un mouvement de panique, soit dans ce pays des réactions politiques peu sympathiques à l'égard de ceux qui ont pris la responsabilité de la publication officielle. On devrait donc se demander s'il ne serait pas plus opportun de ne communiquer les résultats statistiques qu'aux banques centrales participantes, en leur rappelant le caractère confidentiel de ces données.

M. Lamfalussy répond que:

- dans le cadre de ses statistiques sur les euro-marchés, la BRI publie déjà, depuis deux ans, les montants par pays, sans que cette pratique ait donné lieu à des remous majeurs, d'autant plus que la présentation de ces chiffres est précédée par la publication, dans d'autres enceintes, des données sur les emprunts effectués dans les euro-marchés;
- la nouvelle statistique n'apportera, essentiellement, comme information additionnelle, que la ventilation par échéance;
- les résultats étant transmis aux banques commerciales des pays participants, les fuites à la presse sont pratiquement inévitables.

3. Fixation et publication d'objectifs monétaires quantitatifs au niveau communautaire

M. Zijlstra fait remarquer que, dans sa communication au Conseil, datée du 7 juillet 1977 et relative à la politique économique en 1977 et à la préparation des budgets, la Commission se propose de formuler des orientations quantitatives en matière de politique monétaire dans son rapport annuel à publier sur la situation économique de la Communauté. Avant de formuler de telles orientations, il se demande si la Commission envisage de prendre contact avec les banques centrales pour connaître

l'avis de celles-ci. En fait, de tels contacts préalables avec le Comité des Gouverneurs seraient extrêmement souhaitables.

En outre, il y a lieu de rappeler que le Conseil a déjà chargé, le 8 novembre 1976, le Comité monétaire de procéder périodiquement à l'examen des objectifs que les pays membres ont adoptés en matière de politique monétaire.

M. Ortoli indique que la Commission tient beaucoup à ce qu'on aboutisse à la fixation et à la publication d'objectifs monétaires quantitatifs au niveau communautaire. Pour le moment, il ne peut pas encore s'agir de fixer de tels objectifs d'une manière identique, étant donné les différences dans les structures et la gestion du crédit entre les pays membres. Le débat devrait porter plutôt sur les méthodes les plus adéquates pour cet exercice et sur la question de savoir si une publication serait opportune. M. Ortoli se propose de consulter, sur ces sujets, les autorités des pays membres, au cours du mois d'octobre.

M. Emminger indique que l'idée de la Commission d'avoir sur ce sujet des consultations avant novembre, soulève un problème de calendrier délicat. En effet, même si les objectifs monétaires ne sont pas publiés par la Commission, la Bundesbank ne sera pas en mesure de se prononcer, avant décembre 1977, sur l'objectif pour 1978, l'adoption de celui-ci relevant de la compétence du Conseil de banque centrale dont la décision ne pourrait pas être anticipée. Est-ce que le calendrier prévu par la Commission est déjà définitivement fixé ou existe-t-il encore une marge de manoeuvre?

M. Ortoli répond que le calendrier prévu par la Commission n'est pas aussi rigide qu'on ne puisse plus tenir compte de la situation particulière des pays. Les consultations prévues pour le mois d'octobre porteraient plutôt sur les modalités de l'introduction d'objectifs monétaires dans le cadre communautaire que sur des chiffres précis. La tentative viserait essentiellement à généraliser et à rendre cohérente au sein de la CEE la fixation d'objectifs intermédiaires. Même s'il s'agit d'une pratique qui existe maintenant dans la plupart des pays membres, une telle tentative devrait être étudiée soigneusement.

M. Zijlstra demande quelles sont les procédures ou les formes que la Commission envisage pour ses consultations.

M. Ortoli indique qu'il a l'intention de rendre visite aux différents Ministres et Gouverneurs dans le courant du mois d'octobre.

M. Pöhl fait remarquer que le Comité monétaire a déjà discuté d'une manière approfondie la question de la fixation d'objectifs intermédiaires de politique monétaire et est arrivé alors à la conclusion qu'il ne serait pas opportun de proposer et de publier de tels objectifs au niveau communautaire. La décision prise par le Conseil d'inviter le Comité monétaire à examiner périodiquement les objectifs intermédiaires des différents pays a constitué donc une sorte de compromis.

Entre-temps, l'attitude à l'égard de la fixation d'objectifs monétaires quantitatifs a cependant évolué dans un sens favorable, du fait que plusieurs pays ont levé leurs réserves et ont mis en oeuvre une politique de contrôle quantitatif de la masse monétaire. L'intention de la Commission mérite donc de la sympathie, mais il serait nécessaire que cette tentative soit précédée de consultations approfondies tant au sein des organismes communautaires compétents que bilatéralement avec les Etats membres et les banques centrales.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 8 novembre 1977 à 10 heures.

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

JUILLET ET AOUT 1977

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des banques centrales participant à la concertation* et les interventions de celles-ci durant les mois de juillet et d'août et les premiers jours de septembre 1977.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Dans des marchés souvent très actifs, les fluctuations quotidiennes des cours de change ont dépassé 1/2% à de nombreuses reprises. Pour certaines monnaies, les tendances qui se sont dessinées ont pris au fil des jours une ampleur considérable. Enfin, les interventions des banques centrales ont porté sur des montants importants.

L'opposition entre les devises appelées fortes et les autres, qui s'était déjà manifestée fin juin, s'est amplifiée nettement en juillet. Le dollar EU et les couronnes scandinaves en ont subi le plus les conséquences.

Rappelons que les conclusions publiées à l'issue d'une réunion des Ministres de l'OCDE, relatives aux relations de change de la monnaie américaine et à la nécessité d'un certain réalignement des principales monnaies, ainsi que l'ampleur du déficit de la balance commerciale américaine, avaient déclenché fin juin une vague de dégagements vis-à-vis du dollar EU. Celui-ci s'est ensuite inscrit en baisse de façon continue sur la plupart des places, tombant au niveau historiquement le plus bas à Francfort et à Tokyo.

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

En moins d'un mois, en dépit notamment du soutien résultant des interventions nettes de l'ensemble des banques centrales, il avait perdu près de 4% en Allemagne, 3,25% en Suisse et en Belgique. Dans les autres pays qui participent au système de fluctuations limitées et en France, son repli se chiffrait par 2,50% environ. A Rome et à Londres, le mouvement fut plus réduit, grâce aux achats plus importants de dollars des banques centrales concernées.

A partir de la fin juillet, cette tendance s'est renversée. Différentes déclarations officielles favorables à la monnaie américaine, d'une part, le renchérissement du loyer de l'argent aux Etats-Unis, alors qu'on notait une certaine détente sur ce plan, notamment en Allemagne et en Suisse, d'autre part, ont joué un rôle déterminant.

Finalement, pour l'ensemble des deux mois écoulés, le recul du dollar EU a été ramené à 0,80% en moyenne vis-à-vis du mark allemand, du franc belge et du florin. Les mouvements qu'il a enregistrés vis-à-vis des monnaies flottantes sont d'ampleur et de sens différents, comme nous le verrons plus loin.

Les couronnes scandinaves se sont affaiblies sensiblement en juillet et sont restées groupées quasi constamment dans la partie inférieure du "serpent". L'écart qui les séparait des trois autres monnaies s'est creusé alors qu'il n'atteignait même pas 1% fin juin; l'élargissement à 2,25% n'a pu être évité que grâce à l'action des trois banques centrales scandinaves qui ont procédé à des ventes de dollars, substantielles en ce qui concerne la Sveriges Riksbank.

Durant la première quinzaine d'août, tandis que se produisait, dans la perspective de mesures de relance économique en Allemagne, un certain fléchissement du mark, les monnaies scandinaves se sont montrées plus résistantes. Les couronnes norvégienne et danoise sont même remontées temporairement, au milieu du mois, au-dessus de leur cours-pivot à Francfort. Cependant, la persistance de rumeurs relatives à une prochaine dévaluation de la couronne suédoise entretenait la pression contre cette monnaie dont le cours s'est trouvé à plusieurs reprises à plus de 2% sous le taux-pivot à Amsterdam.

Dans la seconde moitié d'août, les couronnes scandinaves se sont à nouveau toutes trois repliées à l'égard des autres monnaies du "serpent"; la Sveriges Riksbank se voyait contrainte de reprendre ses interventions.

Le 28 août, la participation de la couronne suédoise au système de fluctuations limitées fut suspendue tandis que les deux autres couronnes furent dévaluées de 5%. Celles-ci remontèrent en tête du "serpent" dont la physionomie se présentait comme suit le 31 août: la couronne danoise précédait la couronne norvégienne de près de 0,35%, le florin de 1%, le franc belge de 1,40% et le mark de 1,65%.

Fin août, par rapport au 30 juin dernier, les cours des couronnes danoise et norvégienne dans le marché accusaient une dépréciation d'environ 3,50% vis-à-vis des trois autres monnaies à fluctuations limitées et de $2\frac{3}{4}\%$ seulement à l'égard du dollar. Ceux de la couronne suédoise avaient fléchi de 9,30% contre dollar, d'un peu plus de 10% en moyenne par rapport au mark allemand, au franc belge et au florin, de 6,50% environ à Copenhague et à Oslo. Par ailleurs, la Sveriges Riksbank a pu, au cours des trois dernières journées d'août, combler pour une bonne part ses pertes de réserves par des rachats dans le marché.

Le 27 juillet, les autorités britanniques ont décidé de laisser la livre sterling s'apprécier dans une certaine mesure vis-à-vis du dollar EU, tout en tenant compte, plus qu'auparavant, de l'évolution du taux de change effectif de leur monnaie. Loin de réduire les entrées de capitaux en Grande-Bretagne, cette décision semble les avoir au contraire stimulées.

La Bank of England a continué d'intervenir massivement à l'achat de dollars et a pu en outre réduire à deux reprises son "minimum lending rate" de $\frac{1}{2}\%$ chaque fois. Au terme des deux mois écoulés, la livre s'est raffermie de 1,30% à l'égard du dollar et de $\frac{1}{2}\%$ vis-à-vis des monnaies à fluctuations limitées qui n'ont pas été dévaluées. L'indice de son taux de change effectif est remonté de 61,28 le 30 juin à 62,32, après avoir atteint entre-temps un minimum de 60,6 (base 100 = cours centraux fixés en décembre 1971).

Le gain du franc français et de la lire italienne vis-à-vis du dollar, soit $\frac{1}{4}\%$, est plus limité. Par ailleurs, ils reculent de près de $\frac{1}{2}\%$ à l'égard du mark. Les achats d'intervention de la Banca d'Italia, encore élevés en juillet, se sont inscrits en diminution assez sensible en août. Ceux de la Banque de France ont, dans l'ensemble, été relativement modestes.

Ces deux banques centrales ont pu réduire leur taux d'escompte respectivement de 1,50%, soit à 11,50%, et de 1%, soit à 9,50%.

Le franc suisse a fait preuve de fermeté sur toutes les places. A New York, il a progressé en deux mois de $2\frac{3}{4}\%$. Son appréciation par rapport au mark, au franc belge et au florin atteint en moyenne un peu moins de 2%.

Enfin, entre le 30 juin et le 31 août, le yen japonais et le dollar canadien se sont repliés à New York, le premier de $3\frac{1}{8}\%$ et le second de $1\frac{1}{2}\%$.

Notons toutefois que l'écart du yen résulte d'une hausse initiale et d'un repli subséquent plus important en juillet alors que celui de la monnaie canadienne reflète la continuation d'une tendance antérieure.

II. INTERVENTIONS AU MOYEN DE DOLLARS

Les interventions au moyen de dollars des banques centrales participant à la concertation ont encore porté sur des montants très élevés, en particulier en ce qui concerne les achats. Durant les mois sous revue, elles ont atteint, au total, \$10,6 milliards à l'achat et \$5,2 milliards à la vente. En fait, depuis juin 1976, elles se sont régulièrement soldées par des acquisitions nettes de dollars; en outre, le volume brut mensuel des achats est, au niveau actuel moyen de \$5 milliards, au moins deux fois plus important qu'un an auparavant. Cette évolution n'est pas propre à toutes les banques centrales mais est due essentiellement à celles de la CEE qui ne participent pas au système de fluctuations limitées, en particulier, la Bank of England.

Au contraire, les interventions des banques centrales membres du "serpent" se sont soldées par des ventes nettes de \$1,2 milliard, le soutien apporté à leur monnaie par les banques centrales scandinaves, surtout celle de Suède, dépassant les achats de la Bundesbank et de la Nederlandsche Bank.

Enfin, les autres banques centrales, y compris celle de Suède après son retrait du "serpent", ont, par solde, acquis \$1 milliard, en dépit des cessions nettes de la Banque du Canada.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

En chiffres absolus et a fortiori si on les compare au volume de celles qui ont été effectuées au moyen de dollars, les interventions en monnaies européennes revêtent un caractère tout à fait marginal.

Celles des banques centrales du "serpent" n'atteignent qu'un volume global de 20 millions d'UCME. Exception faite d'un soutien de la couronne suédoise à son cours plancher à Amsterdam pour un montant insignifiant réglé au comptant, elles consistent essentiellement en quelques achats et ventes de marks par la Banque Nationale de Belgique et la Danmarks Nationalbank à des cours intramarginaux. Par ailleurs, la Banque de France est également intervenue en mark, dans les deux sens mais principalement à la vente.

* * *

La meilleure orientation du dollar constatée en août s'est, d'une manière générale, confirmée à l'issue de la première décade de septembre, malgré quelques hésitations préalables.

Les cours de la monnaie américaine ont été influencés, en particulier ces tout derniers jours, par les perspectives d'évolution des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis, liées à un accroissement de la masse monétaire plus important que les objectifs des autorités. Le fait que sur certaines places le cours du dollar au 9 septembre ne soit cependant pas supérieur à celui du 31 août s'explique par la fermeté de la monnaie locale.

C'est le cas notamment de la couronne danoise et de la couronne norvégienne. L'écart entre celles-ci et les trois autres monnaies du "serpent" - lesquelles sont groupées au bas de la bande sur un espace inférieur à $\frac{1}{2}\%$ - s'est accru, comme celui qui, pratiquement au maximum de 2,25%, sépare la couronne danoise du mark allemand.

Parmi les monnaies flottantes, la livre sterling, le franc suisse et le yen se sont montrés fermes. Ce dernier ne semble pas avoir été affecté par la baisse du taux d'escompte de la Bank of Japan de 5 à 4,25% en date du 5 septembre.

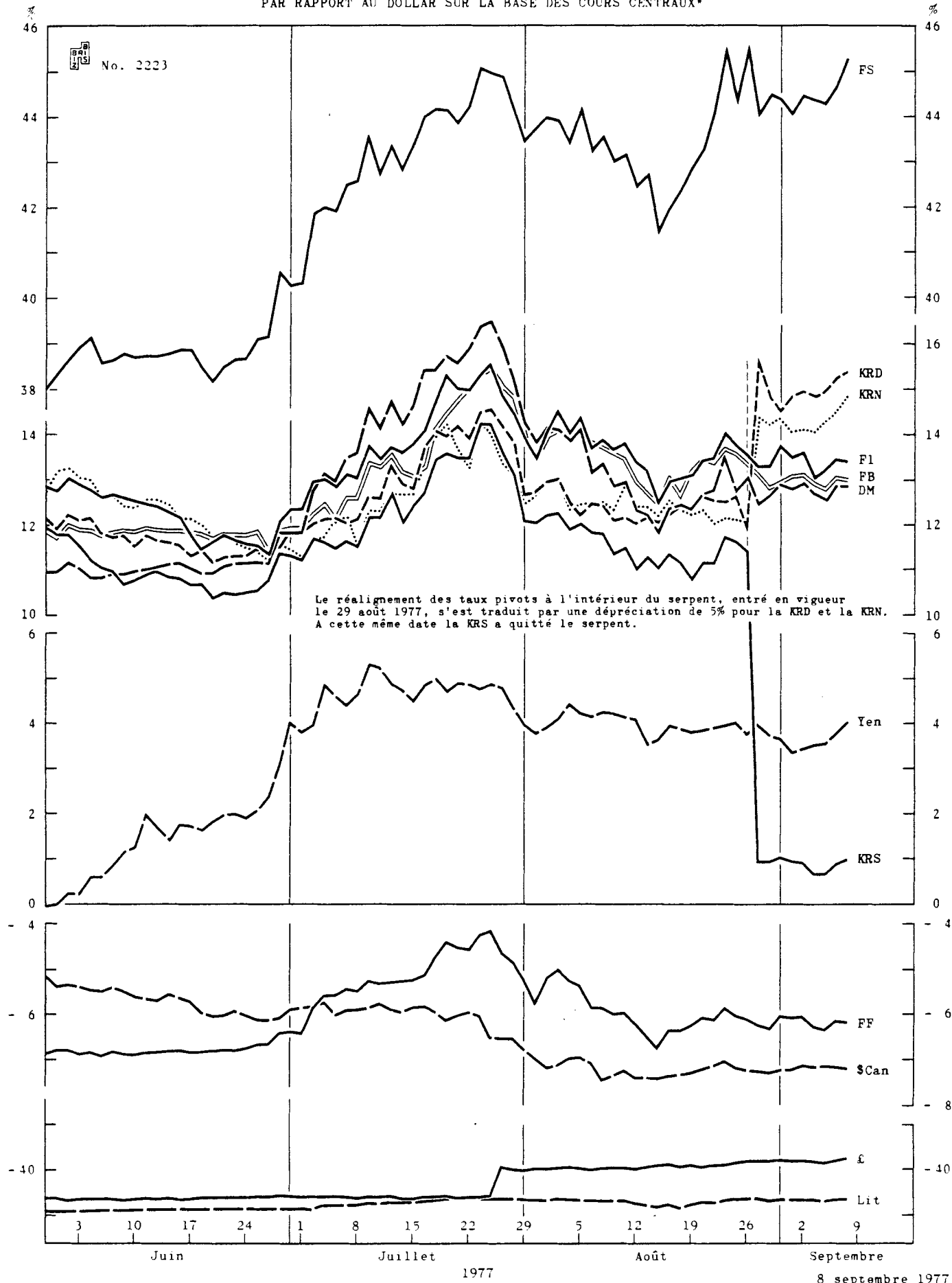
La couronne suédoise a évolué d'une manière pratiquement parallèle à celle du groupe formé par le franc belge, le florin et le mark; elle

s'est dépréciée quelque peu aussi bien vis-à-vis du dollar que vis-à-vis des deux autres couronnes scandinaves.

Au chapitre des interventions en dollars, les achats nets de la Bank of England demeurent très importants, ceux de la Sveriges Riksbank, de la Banque Nationale Suisse et, dans une moindre mesure, de la Banca d'Italia relativement notables. Pour l'ensemble des banques centrales qui participent à la concertation se dégage un achat global net de près de 1,4 milliard de dollars.

En ce qui concerne les interventions en monnaies européennes, seule la Danmarks Nationalbank a procédé à des achats de marks allemands aussi bien avant qu'à la limite. Leur somme, soit l'équivalent de 30 millions d'UCME, n'a fait l'objet ni d'un financement, ni d'un règlement.

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



*En vigueur jusqu'au 26.8.1977:

Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40.3344; FF 4,60414; Fl 2.78118.

Théoriques, 1 dollar EU =
KR 6.74615; DM 2,6167; Lit 523,35;
Yen 277,20; KRN 5,93154; KRS 4,90;
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

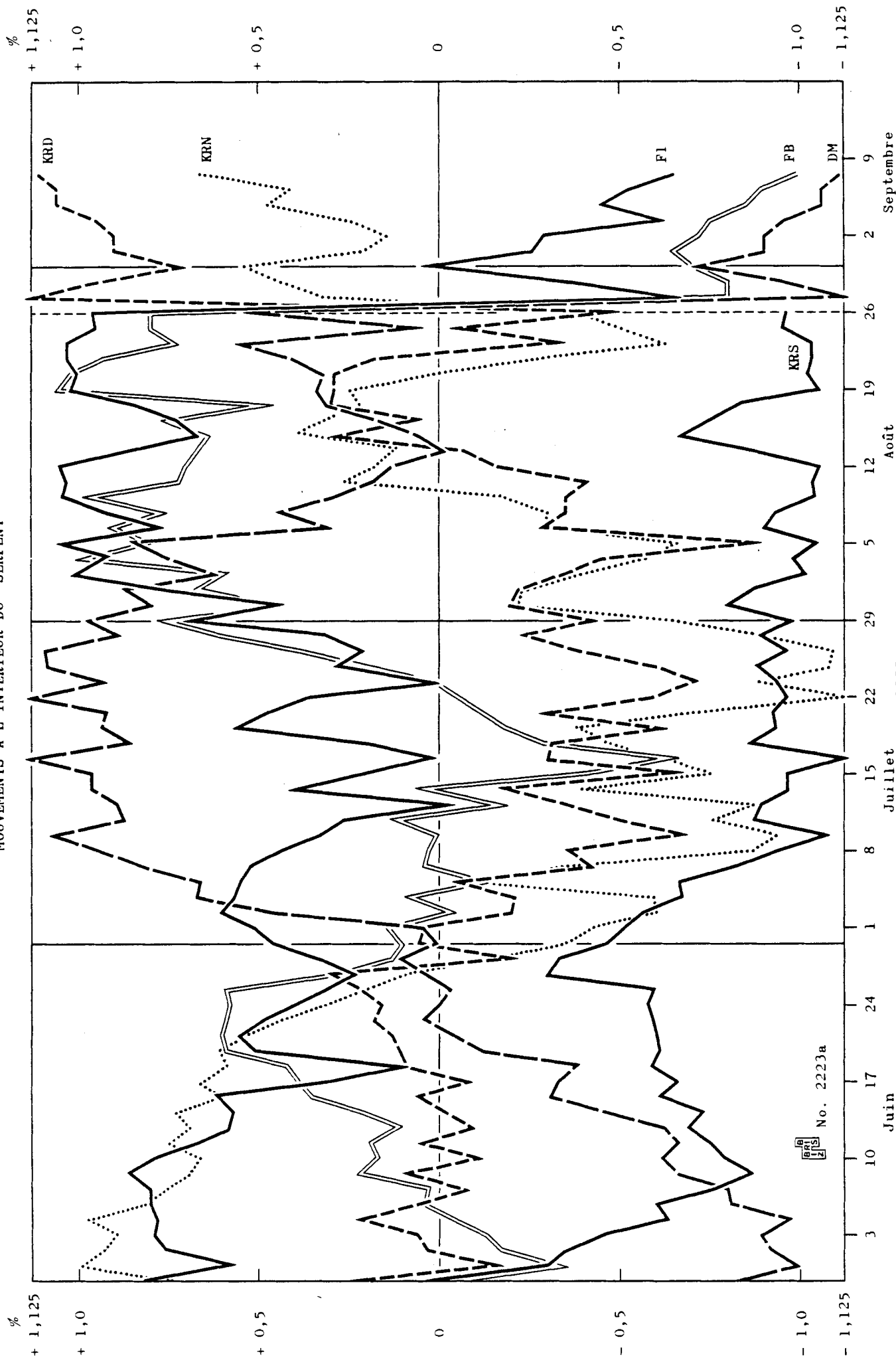
*En vigueur à partir du 29.8.1977:

Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; FF 4,60414; Fl 2.78118.

Théoriques, 1 dollar EU =
KR 7,10121; DM 2,6167; Lit 523,35;
Yen 277,20; KRN 6,24373; 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 1,0030.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"



Le réalignement des taux pivots à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 29 août 1977, s'est traduit par une dépréciation de 5% pour la KRD et la KRN. A cette même date la KRS a quitté le serpent.

STATISTICS No. 2223a