

PROCES-VERBAL
DE LA SOIXANTE-TROISIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A PARIS, LE MERCREDI 18 OCTOBRE 1972 A 10 HEURES 30

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de France et Président du Comité, M. Wormser, accompagné par M. Clappier; le Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par M. Jennemann; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Vandeputte, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Carli, accompagné par M. Baffi; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par le Baron Mackay; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Barre, accompagné par M. Mosca; M. McMahon et M. Fforde de la Banque d'Angleterre; le Gouverneur de la Banque Nationale du Danemark, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Gouverneur de la Banque Centrale d'Irlande, M. Whitaker, accompagné par M. D. McCormack; le Président des Suppléants du Groupe des Dix, M. Ossola; M. Théron et M. Mertens de Wilmars, Présidents de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. d'Aroma, et son adjoint, M. Bascoul, sont aussi présents.

I. Approbation du procès-verbal de la soixante-deuxième séance

Le Comité aborde tout de suite le point central de l'ordre du jour et reporte à la prochaine réunion l'approbation du procès-verbal de la soixante-deuxième séance.

II. Mesures d'ordre monétaire à proposer au Conseil des Ministres de la CEE du 30 et 31 octobre 1972, en vue d'entreprendre une action conjointe contre l'inflation à l'échelle communautaire, notamment en ce qui concerne l'expansion des disponibilités monétaires et le problème des placements sur le marché des euro-devises

* Texte approuvé lors de la séance du 11 novembre 1972.

A l'invitation du Président, M. Barre fait l'exposé résumé ci-après sur les principales conclusions auxquelles la Commission a abouti à ce stade, c'est-à-dire après les réunions de certaines instances communautaires, notamment le Groupe de coordination des politiques économiques et financières, mais avant la mise au point définitive des propositions au Conseil qui interviendra dans la semaine du 23 au 28 octobre.

Exposé de M. Barre:

Trois points essentiels sont à distinguer, à savoir:

- l'objectif,
- les mesures nationales,
- les mesures communautaires.

1) L'objectif

La Commission attire l'attention du Conseil sur le fait que les tendances actuellement en œuvre dans les pays membres sont préoccupantes tant pour 1972 que pour 1973. En effet, si on les prolonge, elles aboutiront pour l'ensemble de la Communauté à une hausse moyenne des prix de 6% en 1972 et de 7% en 1973.

Il est donc clair que si l'on veut éviter un tel "dérapage", le Conseil ne peut se contenter de prendre pour objectif la stabilisation de la hausse des prix au rythme actuel, mais il doit proposer un infléchissement de la tendance, en prenant par exemple un taux de 5% pour 1973.

Les premières réactions à ce sujet sont sceptiques, surtout dans le Groupe de coordination, et s'expliquent dans une large mesure par la conjoncture électorale.

2) Mesures nationales

La Commission pense que les mesures nationales seraient les plus efficaces dans la lutte contre l'inflation; elles devraient tendre vers l'objectif commun et être coordonnées autant que possible.

Il convient aussi de tenir compte de la diversité des situations qui est plus préoccupante en Allemagne et en France qu'en Belgique et au Luxembourg, tandis qu'aux Pays-Bas un effort de modération est déjà en cours depuis un certain temps. En Italie, les résultats en matière de prix ont été jusqu'à présent meilleurs que dans les autres pays, mais dans les prochains mois se présentera le problème d'un "dérapage" dû à l'introduction de la taxe sur la valeur ajoutée, dont les effets pourraient se cumuler avec d'autres pressions.

La diversité des situations justifie le choix par les Etats membres des mesures et des domaines d'action les plus appropriés. Toutefois, sur la base des instruments actuellement disponibles, les conclusions provisoires suivantes peuvent être dégagées:

a) Politiques budgétaires

En 1973, et sauf en Italie où une relance est nécessaire, ces politiques seront à tout le moins passives à l'égard de l'inflation. Leur tendance à favoriser celle-ci tient à l'accroissement continu des dépenses publiques et à l'ampleur des soldes nets à financer, ampleur qui ne semble pas devoir diminuer. Il en résulte que l'exécution des budgets revêtera une grande importance en 1973 et qu'il s'agit de lutter contre une tendance à prétendre que la politique budgétaire peut être libérale et relâchée à condition d'agir par la politique du crédit. En effet, en pareil cas, celle-ci devrait être appliquée d'une manière telle qu'elle casserait l'expansion sans obtenir nécessairement une baisse des prix.

b) Politiques du crédit

La croissance de la masse monétaire a deux sources principales:

- une source externe (entrées de capitaux) dont les effets sur les liquidités internes peuvent être limités par des mesures convenues en commun;
- une série de facteurs internes qui sont prépondérants, le thème de l'inflation importée n'étant plus, bien souvent, qu'un prétexte.

S'il n'est pas possible d'aboutir à des conclusions chiffrées, sommaires et globales pour l'ensemble de la Communauté, il est clair que l'expansion de la masse monétaire est trop forte et que les Etats membres devraient donc retenir l'objectif de ramener cette expansion à un taux voisin de celui de l'activité économique, c'est-à-dire selon une formule additionnant le taux de croissance du produit national brut en volume et un taux normatif de hausse des prix.

A cette fin, il faudrait mettre en oeuvre les instruments disponibles, notamment les réserves obligatoires sur les dépôts et sur les crédits, ainsi que l'action sur les taux d'intérêt du marché monétaire.

c) Politiques des prix

En raison des nombreux problèmes, notamment du côté des syndicats, que risquerait de soulever une politique des revenus, il est

préférable d'envisager une action de "surveillance des prix" dont les modalités seraient déterminées par les Etats membres en s'inspirant des expériences faites par certains d'entre eux. Une modération de la hausse des prix pourrait atténuer les revendications syndicales.

3) Mesures communautaires

Dans les trois domaines d'action qui existent, à savoir les politiques commerciale, agricole et de concurrence, la marge de manoeuvre de la Communauté est limitée et les possibilités d'introduire à court terme des mesures doivent tenir compte de considérations à moyen et à long terme.

a) Politique commerciale

Si la Communauté estime une action souhaitable, au moins d'un point de vue psychologique (ou pour certains produits pour lesquels une menace de concurrence accrue serait un facteur de stabilisation des prix), le Traité de Rome permettrait d'abaisser, à partir du 1er janvier 1973 et pour six mois, les droits du tarif douanier commun portant sur tous les produits industriels et agricoles. Malgré le risque lié à l'ouverture prochaine de négociations internationales au GATT et avec les Etats-Unis, une telle mesure temporaire pourrait être adoptée; elle pourrait aussi être complétée:

- par une suspension pour six mois de certains plafonds ou butoirs à l'importation,
- par une augmentation de 20% de certains contingents,
- par une suspension totale ou partielle des droits applicables à l'importation de la viande bovine.

b) Politique agricole

En matière de gestion des marchés, les mesures possibles pour les pommes de terre et surtout la viande bovine, ont peu de chance d'aboutir à des résultats efficaces du fait de la situation internationale de ces produits, mais leur effet psychologique est de nature à les justifier.

Dans ce même domaine de la gestion des marchés, une utilisation plus nuancée des restitutions devrait viser, en particulier, à moins encourager les ventes à l'extérieur de produits dont l'offre est rigide à l'intérieur de la CEE.

En raison du rôle important que la hausse des prix des produits agricoles et alimentaires a joué dans l'augmentation générale, il

faudrait modérer cette hausse en 1973. A cet effet, la Commission avait proposé, pour la campagne agricole 1972-73, un taux moyen de 3% qui a été rejeté par les Etats membres. Le Conseil a finalement retenu une hausse de 6 à 7% alors que les syndicats agricoles et le Parlement européen demandaient 12%. Il est certain toutefois qu'avec l'approche d'élections dans plusieurs pays membres, il serait difficile d'annoncer une modération de la hausse des prix agricoles.

c) Politique de concurrence

Il s'agirait essentiellement dans ce domaine d'adopter certains textes en souffrance, par exemple des directives concernant les produits pharmaceutiques, dont les prix sont excessifs, les produits vétérinaires et une meilleure circulation des produits alimentaires.

En conclusion de son exposé, M. Barre indique qu'il a présenté l'ensemble des réflexions ci-dessus au Groupe de coordination et qu'elles ont fait naître beaucoup plus d'oppositions que d'accords, l'idée assez générale étant qu'il était mieux d'agir dans le domaine du crédit.

Le Président remercie M. Barre pour son exposé et se déclare très sensible à l'idée qu'une action contre l'inflation limitée à la politique du crédit aurait des conséquences fâcheuses notamment sur la croissance économique et ne serait pas très efficace. Il pense que, dans ce domaine, le Comité peut formuler un avis indépendant, non lié à des contingences politiques et électorales; il invite donc les Gouverneurs à exprimer leur point de vue, en particulier sur l'idée générale avancée par M. Barre:

- que la politique monétaire ne peut être tenue comme seule responsable de l'inflation,
- qu'elle n'est pas en mesure de lutter seule contre celle-ci et qu'il convient, par conséquent, de l'accompagner par une action dans les autres domaines, notamment le budget, les prix, ainsi que la politique agricole pour laquelle le point de vue de la Commission devrait être soutenu.

Les membres du Comité font les déclarations résumées ci-après:

M. Carli

L'approbation sans réserve de l'exposé de M. Barre est assortie de quelques commentaires qui la précisent sur différents points, et de quelques observations sur des éléments propres à l'Italie.

1) Il importe de lutter contre l'idée que toute politique budgétaire est possible à condition d'avoir une politique monétaire adaptée. Une politique budgétaire expansionniste est admissible à l'heure actuelle en Italie mais avec la rigidité qu'elle introduit, du fait notamment de la dimension du déficit budgétaire, il est à craindre qu'en 1973, et surtout en 1974 et au-delà, toute politique monétaire devienne impossible.

2) L'expansion de la masse monétaire résulte plus des facteurs internes que des facteurs externes (on a eu trop tendance à mettre en cause ces derniers) mais cela ne supprime pas toutefois l'utilité d'un contrôle des mouvements de capitaux.

3) L'action à mener doit être coordonnée à l'échelle communautaire mais elle ne peut reposer sur une utilisation identique par tous les Etats membres des différents instruments (par exemple, les coefficients de réserves obligatoires ne peuvent être les mêmes partout). Une telle diversité tient aussi au fait que la relation entre la masse monétaire et le produit national brut peut varier selon les pays. Ainsi, en Italie, on a observé que depuis une vingtaine d'années et même dans des périodes où croissance économique et stabilité des prix ont coexisté, le taux d'accroissement de la masse monétaire a comporté chaque année une augmentation structurelle, variable de 2 à 4% s'ajoutant à celle de nature conjoncturelle, ce qui s'explique essentiellement par la transformation d'une économie rurale en une économie manufacturière et par l'augmentation du nombre des travailleurs salariés.

M. Emminger

L'exposé de M. Barre suscite une approbation sans réserve. Son orientation générale correspond aux efforts qui sont déployés tant à la Deutsche Bundesbank qu'au gouvernement, dont le Ministre des Finances a fait des propositions, dans une lettre à ses collègues, portant sur la monnaie, la participation des banques centrales au marché de l'euro-dollar et le budget.

Pour celui-ci, la situation est peut-être moins difficile qu'en Italie, mais la rigidité est cependant assez grande. Une étude interne de la Bundesbank s'efforce de déterminer ce qu'on doit faire pour échapper à cette rigidité dans les trois ou quatre années à venir. Malgré l'annonce par le gouvernement d'une augmentation des impôts en 1973, l'impression prévaut en Allemagne qu'une politique budgétaire expansionniste peut être poursuivie à condition d'appliquer des restrictions monétaires. Or, l'expérience a montré que ces dernières supposent une hausse des taux d'intérêt

qui entraîne des entrées de capitaux, et que les mesures défensives contre ces entrées n'ont pu avoir d'effet que grâce à une hausse prudente des taux d'intérêt.

Avec une augmentation de prix de 6% en 1972 et qui pourrait être de 7% en 1973, la situation en Europe est plus grave qu'aux Etats-Unis en 1971 et comporte le même danger de "stagflation". Il conviendrait donc d'entreprendre, comme aux Etats-Unis et sur un plan communautaire, une action spectaculaire pouvant avoir une influence sur les perspectives d'inflation. Ainsi, par exemple, la Bundesbank appuierait l'idée d'une réduction pour six mois des droits de douane. Une mesure analogue a été prise à deux reprises en Allemagne et a obtenu un grand succès psychologique.

M. Zijlstra

Les réflexions développées par M. Barre ne peuvent qu'être approuvées. La lutte contre l'inflation doit porter simultanément sur le budget, la monnaie, les salaires et les prix.

L'action dans ces trois domaines présentera des modalités et une ampleur variables, selon les Etats membres, et ne relèvera donc pas d'une solution dogmatique, mais elle devra être concertée au niveau communautaire.

Les Gouverneurs devraient limiter leurs réflexions au domaine de leur compétence, c'est-à-dire la politique monétaire entendue comme couvrant toutes les mesures qui exercent une influence sur la masse des liquidités primaires et secondaires.

En matière de normes pour les liquidités, la formule proposée par M. Barre est assez satisfaisante, car elle tient compte d'une évolution nécessaire de l'emploi. Il reste toutefois:

- à déterminer les instruments disponibles ou éventuellement à créer qui permettraient d'atteindre l'objectif représenté par la formule;
- à préciser l'action que devraient entreprendre chaque Etat membre et la Communauté dans son ensemble;
- à voir comment les mesures pourraient apporter une aide mutuelle ou éviter certains obstacles.

Parmi les moyens, il convient de citer l'encadrement du crédit, le frein aux entrées de capitaux et le marché de l'euro-dollar.

M. Vandeputte

Comme l'ont dit M. Barre et les Gouverneurs qui se sont déjà exprimés, il est évident que la politique monétaire et du crédit ne constituent

qu'un élément dans la lutte contre l'inflation. Il convient de le dire avec force pour convaincre les gouvernements et pour montrer les effets néfastes sur le développement économique qu'une politique monétaire trop rigoureuse pourrait avoir.

En ce qui concerne les instruments utilisables, l'utilité des réserves obligatoires et des opérations d'open-market devrait être soulignée, ce qui pourrait d'ailleurs contribuer à leur emploi en Belgique.

En raison de l'accroissement considérable du budget dans plusieurs pays, il serait utile d'indiquer une norme pour l'accroissement des dépenses, comme cela est prévu pour la masse monétaire.

Dans le domaine des entrées de capitaux, les nombreuses mesures prises au cours des derniers mois, et l'accalmie actuelle, ne permettent guère de faire de nouvelles suggestions.

Dans les autres domaines, commerce, agriculture et concurrence, les Gouverneurs devraient éviter d'être trop précis.

M. Hoffmeyer

La politique monétaire n'est manifestement qu'un élément dans la lutte contre l'inflation mais les suggestions dans les autres domaines ne peuvent être détaillées et pourraient se limiter essentiellement à des critiques en ce qui concerne les budgets.

Il ne semble pas nécessaire d'harmoniser les instruments de la politique monétaire car s'ils sont différents entre les pays, il peuvent permettre de poursuivre le même objectif.

Les mouvements de capitaux internationaux ont souvent un effet néfaste, en contrecarrant la politique monétaire. Ils peuvent, par exemple, compenser une réduction appliquée aux crédits internes et cette substitution ne provient pas seulement du marché de l'euro-dollar, mais aussi du jeu des crédits commerciaux des principaux partenaires, tels que l'Allemagne, la Suisse et les Pays-Bas.

M. Whitaker

La lutte contre l'inflation ne doit pas se limiter à la politique monétaire. Cela est d'autant plus vrai en Irlande que le principal facteur d'inflation a été la hausse des revenus nominaux et non l'accroissement de la masse monétaire. Des restrictions dans ce dernier domaine, sur la base de la formule de M. Barre, entraîneraient une augmentation du chômage et une diminution de l'activité économique et des investissements.

Le cas de l'Irlande, où l'action devrait porter plus directement sur les revenus, montre que les mesures envisagées par la Communauté devront tenir compte des circonstances propres à chaque Etat membre. Il serait également réaliste de prévoir un effort concerté sur une période de deux à trois ans, c'est-à-dire que la modération de la hausse des prix serait atteinte par étapes et ses résultats conditionneraient en partie la modération de l'augmentation des revenus.

M. McMahon

En raison de la similitude des situations de l'Irlande et du Royaume-Uni, des considérations proches de celles de M. Whitaker peuvent être énoncées

L'état de l'économie a rendu inévitable d'avoir à la fois, et malgré des risques d'inflation, des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes. Celle-ci a toutefois présenté un certain caractère restrictif sous forme d'une hausse des taux d'intérêt et, dans ce contexte, le passage récent d'un taux d'escompte fixe à un taux fluctuant est destiné à permettre une action meilleure et plus souple sur l'expansion de la masse monétaire. Pour cette expansion, il serait cependant difficile de souscrire à la formule de M. Barre.

La politique des revenus actuellement proposée par le gouvernement comporte l'engagement d'une progression annuelle de 5% du produit national brut pendant deux ans; son succès faciliterait grandement la tâche de la politique monétaire.

M. Clappier

L'exposé remarquable de M. Barre n'appelle qu'une petite réserve concernant les résultats bénéfiques d'une réduction temporaire des droits de douane de la Communauté. En effet, le niveau actuel du tarif extérieur commun permet d'être sceptique sur l'efficacité de cette mesure, alors qu'au contraire elle présente un risque pour les négociations commerciales internationales.

L'idée de fixer en commun un objectif de croissance de la masse monétaire au sens large, pour 1973, qui semble être généralement admise, aurait une valeur d'exemple pour la Communauté. Les pays pour lesquels la situation économique rend un tel objectif sans signification actuellement pourraient souscrire l'engagement en le respectant plus tard dans le temps.

En raison du rythme actuel de l'expansion de la masse monétaire, l'objectif ne doit pas cependant être trop ambitieux. Il conviendrait par

exemple de retenir un taux égal à celui du produit national brut réel plus une hausse normative des prix de 5 à 5,5%.

De même, il serait opportun de se concentrer moins sur les moyens que chaque pays a mis en oeuvre ou envisagés, que sur les aspects communautaires de l'action à entreprendre. C'est là un point encore peu clair et pour lequel il ne faudrait pas seulement éviter une gêne entre partenaires mais arriver à une aide mutuelle.

En conclusion de ce "tour de table" général, le Président constate que les Gouverneurs sont tous d'avis que la politique monétaire ne peut avoir à elle seule la responsabilité de la lutte contre l'inflation.

Dans le domaine spécifique des banques centrales et notamment sur le plan interne, il ne semble pas que de grandes précisions peuvent être fournies quant aux instruments qui devraient être utilisés. En effet, la variété des situations économique, monétaire et politique dans la Communauté conduit à un usage diversifié des instruments. Toutefois, cet usage:

- devrait faire l'objet de consultations, normalement préalables, comme cela a été fait récemment entre certaines banques centrales,
- devrait éviter toute gêne pour les partenaires.

En revanche, il semble possible et souhaitable d'arrêter en commun un objectif d'expansion de la masse monétaire pour lequel:

- soit on adopte la formule de M. Barre,
- soit, par exemple, l'idée de réduire de 1, 2 ou 3 points le taux d'accroissement actuellement enregistré.

M. Barre indique qu'il n'est pas possible d'annoncer que la croissance de la masse monétaire sera fortement ralentie au cours des prochains mois, de façon à aboutir à un taux égal dans tous les Etats membres. Il s'agit de donner une indication de tendance, une règle générale qui serait respectée progressivement au moyen d'une action soutenue sur deux ou trois ans, avec peut-être des rendez-vous successifs.

Il est clair aussi qu'une hausse normative des prix de 3,5% par an, qui a été évoquée, est ambitieuse, cette hausse pourrait être un peu supérieure et varier quelque peu selon les pays.

M. Barre demande aux Gouverneurs leur avis sur les trois points suivants:

- 1) Action progressive poursuivie au-delà de 1973.
- 2) Fixation d'un objectif chiffré relatif à chaque pays pour une échéance relativement rapprochée.
- 3) Utilisation pour l'action sur la masse monétaire de M1 ou de M 2.

Les points de vue des Gouverneurs sur ces trois questions sont regroupés ci-après:

1) Action progressive poursuivie au-delà de 1973

Les Gouverneurs sont tous en faveur d'une action soutenue étalée sur une certaine période, qui aurait comme orientation générale la formule chiffrée de M. Barre, étant entendu toutefois:

- que cette norme devrait être adaptée aux conditions particulières à chaque pays et corrigée éventuellement d'un coefficient structurel d'expansion de la masse monétaire;
- que son application devrait être jugée sur une période moyenne, afin d'éviter des fluctuations erratiques.

2) Fixation d'un objectif chiffré relatif à chaque pays pour une échéance rapprochée

Cette fixation n'a pas recueilli la faveur de la majorité du Comité. Plusieurs Gouverneurs estiment difficile de retenir une norme commune, même adaptée à la situation de chaque pays, car d'une part elle aurait peu de signification, étant donné les divergences des situations économiques, d'autre part, elle expose du fait de précisions à des risques et à des déconvenues.

D'autres Gouverneurs pensent que la présentation d'un objectif chiffré variable selon les pays serait importante pour l'opinion publique et permettrait d'être, dans l'action envisagée, un peu plus concret que dans le passé. Outre l'objectif, la période pour l'atteindre pourrait aussi être différente selon les pays, mais ceux qui ont une situation de plein emploi seraient les premiers tenus à s'engager dans la ligne convenue.

3) Utilisation pour l'action sur la masse monétaire de M1 ou de M2

La grande majorité du Comité se déclare partisan de retenir M2 qui est un concept plus représentatif pour l'évolution des liquidités. Toutefois, M. Emminger indique qu'en Allemagne on utilise normalement M1 et à titre de correctif pour des situations particulières, M2. M. McMahon fait remarquer qu'en raison des changements de structure récents au Royaume-Uni, le choix entre M1 et M2 est assez délicat; dans certains cas, M3 conviendrait mieux.

En ce qui concerne l'objectif chiffré à échéance rapprochée, d'autres suggestions sont avancées:

M. Barre propose que d'ici l'été 1973, les Etats membres s'efforceraient de ramener le taux d'accroissement de la masse monétaire au niveau de celui de l'année 1971 et qu'ils conserveraient pour le moyen terme la norme chiffrée.

M. Emminger indique que le taux d'accroissement en 1971 était déjà fort et qu'il ne pourrait donc être accepté comme objectif immédiat. Il présente quelques suggestions qui sont reprises dans le résumé suivant fait par M. Barre:

- a) Les Gouverneurs sont d'accord pour une action immédiate de modération de la croissance de la masse monétaire.
- b) Ils conviennent que l'orientation générale de la politique monétaire à suivre à moyen terme serait de ramener progressivement l'augmentation de la masse monétaire à un rythme qui d'une part correspondrait à l'accroissement du produit national brut en volume, majoré d'une hausse normative des prix dont le taux serait défini en fonction des objectifs de politique conjoncturelle de chaque Etat membre, arrêtés en concertation; d'autre part tiendrait compte du coefficient structurel d'expansion de la masse monétaire.
- c) Les Gouverneurs sont d'accord d'établir au cours de l'été 1973 un premier bilan des efforts menés pour modérer l'expansion de la masse monétaire et d'adopter, le cas échéant, de nouvelles mesures.

Quelques observations sont faites par certains membres:

M. Zijlstra suggère de dire que pour 1973 les pays tendront en commun vers une réduction du coefficient de liquidité de l'économie définie comme la relation entre la masse monétaire et le revenu national net.

M. Carli préférerait placer en premier la deuxième proposition de M. Barre et dire que dans la majorité des pays membres il faut modérer la croissance de la masse monétaire.

M. Hoffmeyer soulève le problème des pays adhérents et de la procédure prévue pour leur participation et leur engagement à propos des mesures anti-inflationnistes que le Conseil discutera les 30 et 31 octobre prochains.

M. Barre fournit sur ce problème la réponse que le Groupe de coordination a mise au point.

Au cours de la brève séance de l'après-midi, le Comité a examiné succinctement les points suivants:

1) Mesures monétaires de caractère interne

En ce qui concerne ces mesures qui ont déjà été évoquées, les deux remarques suivantes sont faites:

- M. Vandeputte souhaiterait que la Commission indique explicitement dans ses propositions que deux instruments sont particulièrement aptes à ralentir l'expansion de la masse monétaire; il s'agit des réserves obligatoires et des opérations d'open-market. La Belgique ne dispose pas vraiment de ces deux instruments et la Banque Nationale rencontre actuellement quelques difficultés pour étendre les réserves aux banques.

- M. Emminger fait part du souci de la Bundesbank d'améliorer sa gamme de moyens monétaires internes et de son intérêt pour les réserves appliquées aux actifs des banques.

2) Mesures visant à freiner les entrées de capitaux

Le Comité reconnaît que si une action de modération de l'expansion de la masse monétaire est entreprise, des mesures sur les mouvements de capitaux devraient être envisagées. Il apparaît toutefois, notamment dans le document des membres suppléants du Comité monétaire, que tous les Etats membres disposent de moyens dans ce domaine et qu'il s'agirait plutôt de viser à les utiliser de façon conjointe et harmonisée.

3) Action sur le marché de l'euro-dollar

Le Président fait la déclaration résumée ci-après:

Dans la recherche des sources de l'inflation, il y a eu une tendance à rendre responsable le marché de l'euro-dollar, d'où l'idée que les banques centrales ne devraient pas effectuer de placements sur ce marché. Dans la limite de ces placements, qui sont peu importants, l'offre pourrait donc être réduite, ce qui tendrait à faire augmenter les taux d'intérêt et, partant, à conférer un peu plus d'autonomie aux banques centrales dans leur politique monétaire.

Un tel raisonnement a une certaine logique, mais il ne tient pas compte que les placements retirés par les banques centrales ont toute chance d'être remplacés par d'autres, en provenance notamment de banques américaines.

En conséquence, toute idée de limitation des placements des banques centrales sur le marché de l'euro-dollar (leur plafonnement a déjà été décidé) devrait être liée à des accords ou conversations satisfaisantes avec les autorités d'autres pays et en particulier les Etats-Unis, afin que les

retraits faits par les banques centrales de la CEE ne soient pas compensés par d'autres placements.

Cette présentation du Président est acceptée par l'ensemble du Comité. M. Emminger fait toutefois remarquer:

- que, malgré leur faible montant, qui a été souligné au Ministre allemand, celui-ci semble attacher une valeur psychologique au retrait progressif des placements des banques centrales;
- qu'il a été suggéré de déposer auprès des autorités américaines les dollars retirés du marché;
- qu'outre les euro-dollars, il existe des euro-monnaies dont le pouvoir inflationniste est plus grand, et pour lesquelles les investissements des banques centrales devraient être limités.

M. Carli rappelle que déjà en 1971, il était apparu opportun de ne pas augmenter les placements des banques centrales sur le marché, mais aussi de ne pas les réduire de peur de provoquer une hausse des taux et une attraction de dollars d'autres sources. En outre, il n'est pas concevable de placer les dollars retirés auprès de la "Fédérale" sans son accord, car celle-ci pourrait corriger immédiatement l'effet entraîné par les placements.

M. Clappier rappelle qu'en ce qui concerne les investissements des banques centrales en monnaies communautaires, le plafonnement qui existe dans le cadre de l'Accord de Bâle répond à la préoccupation de M. Emminger.

4) Expérience récente de la Deutsche Bundesbank en matière de politique monétaire

M. Emminger présente cette expérience d'une manière résumée ci-après:

L'Allemagne n'a pas enregistré d'afflux de dollars ou de devises depuis le 17 juillet 1972, et les attentes spéculatives concernant le deutsche mark n'ont cessé de se réduire, surtout avec l'Assemblée annuelle du Fonds Monétaire International. Cette évolution a eu un effet sur les taux de l'euro-deutsche mark et, en réduisant la différence de taux d'intérêt, elle a rendu le "Bardepot" efficace.

Ainsi, le raffermissement du cours du dollar, la normalisation des taux de l'euro-DM et l'efficacité de l'interdiction des ventes d'obligations aux non-résidents ont apporté, ensemble, une marge de manoeuvre à la Deutsche Bundesbank que celle-ci a déjà utilisée en relevant les taux

d'intérêt (1/2% pour le taux d'escompte et 1% pour le taux Lombard). Ce relèvement, qui a été précédé d'une conversation très utile entre MM. Klasen et Wormser a constitué un premier test du marché, qui s'est révélé satisfaisant.

Si les conditions favorables actuelles (elles couvrent aussi un renversement des positions spéculatives prises antérieurement sur le dollar) persistent pendant quelques semaines, la Deutsche Bundesbank se propose d'accentuer son action, sous la forme par exemple d'un nouveau relèvement de 1/2% du taux d'escompte. En revanche, aussi longtemps que ces conditions se maintiendront, il ne sera pas nécessaire de prendre de nouvelles mesures contre les mouvements de capitaux.

L'exposé de M. Emminger amène M. Clappier à présenter les quelques remarques suivantes:

- l'exemple de la Deutsche Bundesbank montre la valeur et l'utilité de connaître à l'avance les intentions des banques centrales et il serait souhaitable de généraliser cette pratique au sein de la Communauté;
- cet exemple fournit aussi une expérience précieuse (notamment sur la dissociation réussie entre les taux de l'euro-DM et les taux du marché monétaire) dont les partenaires peuvent tirer profit;
- cet exemple montre enfin l'utilité d'un échange franc et complet, entre les banques centrales, sur les résultats de leur expérience; à cet égard, M. Clappier indique qu'il communiquera volontiers aux Gouverneurs qui l'ont demandé, des informations sur l'expérience de la Banque de France en matière de réserves appliquées aux crédits.

5) Participation des Gouverneurs à la session du Conseil des Communautés européennes des 30 et 31 octobre 1972

En raison des questions à l'ordre du jour et de la contribution que les Gouverneurs seront très certainement appelés à fournir dans les discussions et dans la formulation de propositions, le Comité se rallie à l'avis du Président et de M. Barre qu'il est très utile et souhaitable que les Gouverneurs participent à la session du Conseil.

III. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Pas de question.

IV. Date et lieu de la prochaine séance

Il est rappelé que, comme il a été déjà convenu, la prochaine séance aura lieu à Bâle le samedi 11 novembre 1972 à 10 heures, pour toute la journée, et avec prolongation possible le lundi matin 13 novembre. L'ordre du jour de cette séance devrait comprendre notamment l'examen du rapport du groupe d'experts présidé par M. Théron et celui des problèmes monétaires internationaux pour lesquels M. Clappier indique que le compte rendu détaillé de la session du Comité monétaire des 16 et 17 octobre 1972 pourrait être communiqué.