

PROCES-VERBAL**
DE LA CENT-CINQUIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 9 NOVEMBRE 1976 A 10 HEURES

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 Jenneemann; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Ercolani et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Boot et Sillem; assistent en outre M. Nash, Directeur des Affaires monétaires à la Commission des Communautés européennes; M. Jaans, Secrétaire général du Commissariat au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg; les Présidents des groupes d'experts, MM. Heyaert et Bastiaanse. Le Secrétaire général du Comité des Gouverneurs, M. d'Aroma, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Schellier et Freeland sont aussi présents, ainsi que M. Lamfalussy.

I. Approbation du procès-verbal de la 104^e séance

Le Président indique que le secrétariat a reçu des propositions d'amendement, de caractère rédactionnel, concernant les déclarations de M. Clappier à la page 5 et de M. Janson à la page 7 du projet.

* Le Gouverneur de la Norges Bank, M. Getz Wold, accompagné par M. Boerresen, et le Gouverneur de la Sveriges Riksbank, M. Wickman, accompagné par M. Lundström, ont participé à la discussion des points II et III de l'ordre du jour.

** Texte définitif, approuvé lors de la réunion du 14 décembre 1976, et ne représentant par rapport au projet que de très légères corrections de forme.

Compte tenu de ces amendements, qui seront insérés dans le texte définitif, le procès-verbal de la 104e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de septembre et d'octobre et des premiers jours de novembre 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.

Le Président remercie M. Heyvaert de son rapport.

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

M. McMahon indique que les Suppléants n'ont aucune remarque à l'égard du projet de rapport établi par M. Heyvaert et mis au point par les experts du groupe de la concertation.

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

III. Examen du rapport établi par les Suppléants sur les arrangements possibles visant à contribuer à une plus grande stabilité entre toutes les monnaies communautaires

Le Président invite M. McMahon à présenter le rapport que les Suppléants ont établi en exécution du mandat qui leur a été confié le 11 mai 1976 par le Comité des Gouverneurs.

A. Exposé de M. McMahon

M. McMahon souligne que le rapport que les Suppléants ont élaboré en collaboration avec les représentants des banques centrales de Norvège et de Suède va délibérément au-delà des termes du mandat, car les Suppléants ont estimé que l'objectif d'une plus grande stabilité entre toutes les monnaies de la CEE soulève des questions plus fondamentales que les aspects techniques propres aux interventions et aux règlements.

La première partie du rapport analyse les problèmes de la Communauté en matière de change, les caractéristiques du "serpent", ses avantages et inconvénients qui sont appréciés d'une manière variable selon que les pays appartiennent ou n'appartiennent pas à ce mécanisme. L'analyse conduit à penser qu'on ne peut escompter un retour dans le "serpent", dans un avenir prévisible, des pays à monnaie flottante, à moins que les règles de fonctionnement ne soient profondément modifiées. Or, tout changement important compromettrait, de l'avis des participants, les avantages qu'ils tirent actuellement du "serpent". En conséquence, ce dernier n'apparaît pas à l'heure actuelle comme un instrument de l'intégration de tous les pays et de toutes les monnaies de la CEE.

Dans la seconde partie du rapport, les Suppléants ont considéré les possibilités d'arrangements qui ont été présentées par la France en septembre 1974, par les Suppléants de la Bank of England dans une note du 6 septembre 1976 et par les Pays-Bas en juillet 1976 (ces dernières propositions n'ont pas été examinées en détail par les Suppléants car elles ont été discutées au Comité monétaire et ensuite au Conseil des Ministres des Finances lors de la session du 8 novembre). Ils ont abouti à la conclusion que les formules suggérées ne peuvent pas être mises en pratique au stade actuel et qu'il faut se contenter, dans l'immédiat, de prendre en considération des arrangements d'une portée plus limitée. A cet égard, les deux propositions ci-après ont été faites, dont les modalités techniques pourraient être étudiées par le groupe d'experts présidé par M. Heyavert.

- Certains Suppléants estiment utile d'appliquer plus largement que jusqu'à présent l'arrangement du 26 mars 1974 concernant la possibilité d'interventions intramarginales en monnaies européennes.

- Les Suppléants des banques centrales à monnaie flottante et certains des membres du "serpent" préconisent la possibilité pour les banques centrales de la CEE hors du "serpent" de défendre leur monnaie par des interventions dans la ou les monnaies fortes du "serpent", notamment lorsque le dollar accuse déjà une forte tendance générale à la baisse sur les autres marchés.

Ces Suppléants reconnaissent qu'il s'agit d'une technique délicate qui devrait être strictement limitée en montant mais qui pourrait être appliquée au moins pendant une phase expérimentale. Les Suppléants de deux

banques centrales du "serpent", en revanche, estiment que des interventions de ce genre comportent des risques pour la cohésion du "serpent" et pour la réalisation des objectifs en matière de politique monétaire; ils préféreraient donc n'envisager ce type d'intervention que sur une base ad hoc.

Outre ces propositions en matière de technique des interventions, les Suppléants estiment nécessaire que les banques centrales de la CEE renforcent leurs efforts dans le domaine de la coordination des politiques monétaires. A cette fin, les Gouverneurs devraient discuter périodiquement les effets des politiques monétaires menées par leurs pays sur l'équilibre externe. Cet examen pourrait avoir lieu par exemple trois ou quatre fois par an, et serait introduit par un exposé sur les développements récents que M. Lamfalussy présenterait sur la base des données habituelles et notamment des rapports établis par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse.

B. Exposé de M. Nash sur les résultats de la session du Conseil des Ministres des Finances du 8 novembre

M. Nash fait remarquer que le Conseil des Communautés européennes a discuté le lundi 8 novembre sur la base des avis du Comité monétaire et du Comité de politique économique, les propositions faites par M. Duisenberg, Ministre des Finances néerlandais.

En conclusion de son débat, le Conseil a invité le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs à approfondir les propositions néerlandaises en matière de relations de change intracommunautaires, à examiner comment et dans quelles conditions elles pourraient être rendues opérationnelles et à faire rapport au Conseil avant la fin de l'année. Toutefois, en lisant le rapport du Comité monétaire et celui des Suppléants, on se rend compte qu'il est difficile de réaliser des progrès dans ce domaine et donc de présenter des solutions opérationnelles avant la fin de l'année.

En ce qui concerne la coordination des politiques, la Commission avait proposé que le Conseil marque son accord de principe sur la fixation d'orientations quantitatives pour les agrégats monétaires considérés comme significatifs par chaque Etat membre. Le Conseil a cependant fait sien les conclusions auxquelles le

Comité monétaire avait abouti dans son avis (cf. point 17 de cet avis) et qui sont très proches de celles que les Suppléants viennent de présenter aux Gouverneurs.

C. Discussion du Comité

Le Président note que le Conseil n'a mentionné dans ses conclusions que le Comité monétaire et non le Comité des Gouverneurs; il se demande s'il ne faut pas que le Comité des Gouverneurs fasse connaître au Conseil son avis à propos de cette omission. Pour le déroulement de la discussion du Comité, il propose d'examiner:

- d'abord le rapport établi par les Suppléants,
- en second lieu, la question de la suite à donner au mandat confié par le Conseil.

a) Discussion du Rapport des Suppléants

Le Président invite les Gouverneurs à se prononcer sur la première partie du rapport qui, à son avis, semble indiquer que le "serpent" actuel n'est pas un instrument d'intégration communautaire: en effet, malgré ses avantages pour les participants, ses caractéristiques présentes ne sont pas de nature à permettre l'adhésion de tous les pays de la CEE.

M. de Strycker remercie les Suppléants de leur rapport très intéressant et très précieux qui soulève plusieurs questions, et présente les observations suivantes:

- A moins d'être excessivement pessimiste, on ne doit pas se résigner à la division actuelle de la Communauté en matière de change. En effet, d'une part, on peut espérer que les pays de la CEE dont la monnaie flotte librement réaliseront, dans un avenir prévisible, un meilleur équilibre de leurs économies - condition indispensable pour des relations monétaires plus harmonieuses au sein de la CEE - d'autre part, il serait prétentieux de penser que les pays membres du "serpent" ont tous a priori une économie équilibrée. Ces pays présentent en fait certains déséquilibres, dans un sens ou dans l'autre, et plusieurs doivent faire de grands efforts pour maintenir les conditions nécessaires à leur participation au "serpent". Le passé récent a même montré qu'il faut parfois recourir à des mesures de change pour corriger des déséquilibres qui n'ont pu être éliminés par d'autres moyens.

- Le fonctionnement du "serpent" dans sa composition actuelle s'est révélé assez satisfaisant malgré des tensions qui, l'expérience l'a montré, peuvent être neutralisées si les autorités monétaires ont la volonté d'y mettre un terme. Ainsi, comme M. Heyvaert l'a mentionné dans son rapport, les positions des monnaies à l'intérieur du "serpent" et les mouvements des devises se sont renversés en peu de temps. Il ne semble donc pas nécessaire de modifier les règles de fonctionnement du "serpent" sauf dans le domaine du soutien mutuel où l'ampleur des mouvements de capitaux peut justifier une assistance plus importante qu'actuellement. On peut dire que des règlements entre banques centrales auraient pu être évités si le volume et surtout la durée des crédits avaient été plus importants.

- Les obstacles au retour des pays membres de la CEE à monnaie flottante dans le "serpent" ne résident pas cependant dans l'ampleur insuffisante des crédits intracommunautaires, mais plutôt dans les déséquilibres importants dont certains d'entre eux souffrent encore. Lorsqu'un meilleur équilibre aura été rétabli, la participation au "serpent" de ces pays devrait pouvoir être envisagée sans devoir apporter de grandes modifications au mécanisme actuel.

M. Klasen ne peut pas non plus se rallier à l'opinion suivant laquelle le "serpent" n'est pas un instrument de l'intégration monétaire. En vue de progresser dans la voie de l'union économique et monétaire, les pays membres doivent se servir de méthodes empiriques comme celle du "serpent" qui a d'ailleurs été mis en oeuvre à titre expérimental.

Les autorités monétaires devraient s'abstenir d'appréciations pessimistes, voire négatives, sur cette tentative de pousser plus avant l'intégration monétaire. Il convient de rappeler qu'avant la dernière réunion des Ministres des Finances des pays du "serpent" à Francfort, les autorités françaises et anglaises ont fait connaître leur intérêt pour le maintien de ce mécanisme et, dans ce même ordre d'idées, M. Clappier a indiqué à la séance des Gouverneurs du lundi, combien il était difficile pour un pays en dehors du "serpent" de stabiliser les cours de sa monnaie.

M. Klasen pense qu'il ne faut pas raisonner en fonction de mécanismes, mais plutôt tenir compte du fait que les objectifs des politiques économiques et monétaires menées par les pays membres se sont rapprochés beaucoup plus

qu'auparavant. En outre, les divergences d'opinions qui ont existé dans le passé entre les gouvernements et les banques centrales sur l'orientation à donner à la politique économique ont été réduites au point qu'aujourd'hui les deux organes responsables ont, pour l'essentiel, des vues identiques; les problèmes liés à la mise en oeuvre des politiques économiques se situent plutôt sur le plan des relations avec les Parlements et les syndicats.

M. Getz Wold se déclare très satisfait du fonctionnement du "serpent"; celui-ci est un instrument utile pour la mise en oeuvre de la politique économique générale. Le premier réalignement des taux pivots à l'intérieur du "serpent" auquel on a procédé en tenant compte des intérêts de chaque pays membre, a été bien accueilli par les marchés et a permis de restaurer la stabilité.

Le problème de l'asymétrie en matière de responsabilité dans l'ajustement de la balance des paiements que mentionne les Suppléants est étroitement lié à la vive inflation mondiale. Il est juste, comme l'indique le rapport, de recommander aux pays déficitaires d'éviter de compenser complètement les effets du déficit externe sur la liquidité interne. Mais un raisonnement analogue doit s'appliquer au cas des pays excédentaires car sans un tel supplément de symétrie, les avantages qu'on peut tirer de la stabilité des taux de change risquent d'être compromis. Les Suppléants ont présenté des propositions concrètes utiles, à savoir: interventions plus importantes en dollars par les pays excédentaires, interventions intramarginales plus fréquentes, utilisation plus large des monnaies du "serpent" dans les interventions des banques centrales à monnaie flottante sous réserve de la mise au point des modalités techniques.

M. Getz Wold ne partage pas l'idée selon laquelle les grands pays ne peuvent assurer et maintenir leur participation au "serpent" sans que leur balance des paiements courants tende vers l'excédent. Il estime erroné de concevoir le "serpent" dans sa forme actuelle ou future comme une formule de coopération limitée aux pays excédentaires. Les pays déficitaires pourraient appartenir au "serpent", à condition qu'ils mènent une politique d'ajustement appropriée.

M. Wickman félicite également les Suppléants de leur travail. Ainsi que M. Getz Wold l'a déjà indiqué, la participation au "serpent" présente pour un petit pays des effets bénéfiques car la contrainte qui en résulte contribue efficacement à la réalisation d'une politique de stabilité. Les

améliorations techniques que les Suppléants proposent d'apporter au "serpent" (cf. pages 4 et 5 du rapport) sont utiles et devraient pouvoir être adoptées selon une formule de compromis entre la thèse d'un système ad hoc et celle de procédures très établies. En même temps, il faudrait améliorer la coopération entre les pays du "serpent" et ceux qui n'en font pas partie.

M. Wickman est de l'avis de M. de Strycker que les pays membres du "serpent" ne sont pas plus vertueux que les autres. Il pense qu'on ne doit pas exclure les possibilités d'élargissement du mécanisme de change même si dans la phase de conjoncture actuelle, le fait que la vigueur de la reprise est plus faible qu'on avait estimé, pose des difficultés supplémentaires aux pays déficitaires pour l'ajustement de leur balance des paiements.

M. Hoffmeyer admet que les règles de fonctionnement du "serpent" ne permettent pas, dans les circonstances actuelles, un retour des pays dont la monnaie flotte librement, mais il considère que ces règles n'empêchent nullement une coopération entre ces pays et les pays membres du "serpent".

M. Clappier présente les trois remarques ci-après:

- A l'origine, le "serpent" a été conçu comme un mécanisme communautaire destiné à faciliter l'intégration économique et monétaire. Au fil des années, il est devenu plutôt un mécanisme monétaire.

- Les membres actuels du "serpent" jugent le fonctionnement de celui-ci satisfaisant dans l'ensemble et les aménagements envisagés, notamment par M. de Strycker, concernant un aspect technique assez mineur (davantage d'interventions intramarginales en monnaies du "serpent") mais aussi un point plus important, à savoir l'élargissement en montant et en durée des mécanismes d'aide intracommunautaires. Il est évident que les pays dont la monnaie flotte librement ne disposent que de réserves relativement faibles et que le jour où tel ou tel de ces pays songera à rejoindre le "serpent", l'insuffisance des crédits intracommunautaires constituera un élément d'empêchement ou de retard.

- Tous les pays de la CEE dont la monnaie flotte librement souffrent actuellement, à des degrés divers et depuis plus ou moins longtemps, de déséquilibres graves qui doivent d'abord être sensiblement réduits avant d'envisager un retour dans le "serpent". Durant cette période de remise en ordre, la coopération entre les deux groupes de pays de la CEE peut et doit être

développée. Comme le suggèrent les Suppléants, le Comité des Gouverneurs est l'instance la plus appropriée pour procéder à intervalles réguliers à un débat franc et ouvert sur les politiques monétaires et en particulier sur la manière dont évoluent les taux de change respectifs des deux groupes de pays de la CEE.

Par ailleurs, il conviendrait de retenir la possibilité, pour un pays à monnaie flottante, d'intervenir en monnaies fortes du "serpent" en vue de stabiliser le taux de change de sa monnaie et de maintenir une certaine relation avec les monnaies du "serpent". Cette technique présenterait l'avantage supplémentaire de réhabituer les pays à monnaie flottante à pratiquer un minimum d'interventions en monnaies européennes; elle ne devrait cependant être utilisée qu'avec prudence, en temps opportun et pour des montants pas trop élevés.

Le Président assure M. Klasen qu'il n'a pas eu l'intention de dire que le "serpent" a démérité aux yeux des pays à monnaie flottante. Ceux-ci considèrent cependant, comme l'a indiqué M. Clappier, qu'il faut tout d'abord remettre en ordre les économies nationales et que le retour dans le "serpent" serait l'aboutissement d'une telle action plutôt qu'un instrument.

En ce qui concerne la suite à donner aux suggestions faites par les Suppléants, le Président propose que le Comité:

- 1) charge, sans préjuger sa décision sur l'adoption de ces propositions, le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert d'étudier les possibilités:
 - . d'une application plus large que jusqu'à présent de l'arrangement du 26 mars 1974 concernant les interventions intramarginales en monnaies européennes,
 - . d'interventions occasionnelles et strictement limitées en montant en monnaies du "serpent", par les pays à monnaie flottante;
- 2) procède à des discussions périodiques, par exemple trois fois par an, sur la cohérence des politiques monétaires avec les exigences en matière de stabilité monétaire externe et interne; cet examen serait introduit par un exposé que M. Lamfalussy pourrait faire en se fondant particulièrement sur les rapports établis par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse.

Le Comité marque son accord sur les propositions faites par le Président.

b) Suite à donner au mandat confié, le 8 novembre 1976, par le Conseil au Comité des Gouverneurs

M. Zijlstra fait remarquer que même si le Conseil semble avoir envisagé une répartition du travail entre le Comité monétaire qui étudierait la question des zones-cibles, et le Comité des Gouverneurs qui examinerait les possibilités d'interventions en monnaies du "serpent" par les pays de la CEE à monnaie flottante, il conviendrait que le Comité des Gouverneurs se prononce également, avant la fin de l'année, sur les zones-cibles.

M. McMahon propose que le "Groupe Heyvaert" établisse un document avant la prochaine séance du Comité. Les Suppléants pourraient s'en saisir et en reprenant le chapitre II de leur rapport ils prépareraient un document destiné aux Gouverneurs et aux Ministres, dans lequel on préciserait que, compte tenu de la brièveté des délais, un avis sur les zones-cibles sera transmis ultérieurement.

M. Zijlstra craint que l'avis des Gouverneurs sur les zones-cibles ne perde de valeur s'il est présenté plus tard que celui du Comité monétaire.

M. Emminger préférerait qu'on indique au Conseil que le Comité des Gouverneurs ne pourra pas aboutir à un rapport définitif avant la fin de l'année et qu'il se propose de soumettre un mois plus tard un rapport sur l'ensemble des questions en cause.

M. Nash pense que le délai fixé par le Conseil n'est pas d'une importance vitale car l'étude des questions en cause exigera du temps. Il serait suffisant que le Comité des Gouverneurs présente un rapport intérimaire avant la fin de l'année et demande un délai d'un ou de deux mois pour la transmission du rapport définitif. Celui-ci devrait couvrir aussi la question d'une extension des crédits intracommunautaires qui a été soulevée par M. de Strycker et qui avait déjà été proposée en 1974 par M. Fourcade, Ministre français de l'Economie et des Finances. Le Comité des Gouverneurs devrait particulièrement examiner si les facilités intracommunautaires sont ou non suffisantes, compte tenu de critères objectifs, par exemple le volume actuel des mouvements de capitaux. La Commission et le Comité monétaire ont évoqué la possibilité d'un renforcement du caractère conditionnel des crédits communautaires. La Commission elle-même se propose d'étudier plus spécialement les mécanismes de concours financier à moyen terme et d'emprunts communautaires.

M. McMahon marque sa sympathie pour les travaux sur les crédits que M. Nash suggère et ajoute que si les Suppléants n'ont pas recommandé une telle étude, c'est en raison des opinions partagées qu'ils avaient à ce sujet.

M. McMahon fait observer que les deux questions de l'amélioration des techniques d'interventions et des zones-cibles sont de dimensions et de portée très différentes. Alors qu'il devrait être possible de présenter en peu de temps certaines solutions opérationnelles pour la première, les études de la seconde question exigeront beaucoup plus de temps et pourraient donc faire l'objet d'un rapport ultérieur.

Après des interventions de MM. Zijlstra, Emminger et Janson, le Président conclut en indiquant:

- que le Comité souhaite que ses travaux ne soient pas en retard sur ceux du Comité monétaire; il faudrait donc se renseigner auprès du Président du Comité monétaire sur le calendrier de travail envisagé par ce Comité, ainsi qu'auprès des représentants néerlandais qui sont à la base des propositions à étudier, en vue notamment de voir dans quelle mesure on devrait encore entreprendre, avant la fin de l'année, des études sur la question des zones-cibles;
- que le Comité invite le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert à lui soumettre, avant la séance de décembre, un rapport sur les propositions faites par les Suppléants en matière de technique des interventions, ainsi que, comme MM. de Strycker et Nash l'ont suggéré, sur la question de l'ampleur des crédits intracommunautaires.

Le Comité marque son accord sur la procédure proposée par le Président.

IV. Examen du Rapport No 8 du groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse sur la situation monétaire dans les pays de la CEE: Evolution récente et perspectives pour 1976 et 1977

Le Président invite M. Bastiaanse à présenter brièvement le Rapport No 8 établi par le groupe d'experts qu'il préside, rapport qui entre dans le cadre du renforcement de la coordination des politiques monétaires tel qu'il a été suggéré dans le Rapport des Suppléants.

A. Exposé de M. Bastiaanse

M. Bastiaanse fait remarquer que tout au long de l'année 1976, nombre de pays ont connu des situations difficiles, mais à la suite des événements

sur les marchés de change, les autorités monétaires ont infléchi leur politique dans un sens plus restrictif. En même temps, le rythme d'inflation s'est atténué, tout en restant élevé dans plusieurs pays. Le renforcement de la discipline monétaire s'est traduit dans certains pays par l'adoption et la publication de normes, directives ou objectifs quantitatifs en matière de croissance monétaire. Cette évolution est utile non seulement sur le plan national, mais aussi en vue d'une meilleure coordination des politiques monétaires au niveau communautaire. Il n'en reste pas moins que l'importance des besoins de financement du secteur public pose et posera encore en 1977 de sérieux problèmes.

Le groupe d'experts a attaché une grande importance à la notion de crédit à l'économie interne; cette notion revêt un caractère ex ante et constitue un repère à la fois pour les pays qui réservent une place dominante au concept masse monétaire et pour ceux qui utilisent davantage l'agrégat crédit.

M. Bastiaanse attire l'attention des Gouverneurs sur deux sujets, à savoir:

- le rapport entre l'expansion monétaire et les mouvements des taux de change,
- l'ampleur et le mode de financement des déficits publics et leur signification du point de vue de la politique monétaire.

B. Discussion du Comité

En se référant d'une part au rapport des experts et d'autre part à certaines publications de presse, M. de Strycker demande à M. Klasen si effectivement la Deutsche Bundesbank a l'intention de fixer, dans l'avenir, des objectifs quantitatifs plus complexes en matière de croissance monétaire tenant compte d'un plus grand nombre de grandeurs économiques que jusqu'à présent où ne sont retenues que quelques grandeurs comme l'évolution prévisible du produit national brut et de la hausse des prix.

M. Klasen répond que l'objectif monnaie de banque centrale est déjà suffisamment complexe et que la Deutsche Bundesbank n'a pas l'intention de le rendre plus compliqué pour 1977. Certes, lors de la fixation de l'objectif, on tient compte de différents éléments ou grandeurs, mais il importe de présenter un chiffre simple et frappant qui est susceptible de convaincre le public. Il reste à voir cependant comment le public réagira au fait que l'objectif quantitatif pour 1976 n'aura pu être réalisé entièrement.

M. Murray pense que les rapports établis par le "Groupe Bastiaanse" constitueront le dossier essentiel pour les discussions régulières des Gouverneurs sur les politiques monétaires et sur une meilleure coordination au sein de la CEE. Afin de préparer encore mieux ces discussions, il fait deux suggestions pratiques quant à la présentation du rapport.

- Dans le tableau No 3, il serait utile d'éliminer des contreparties d'origine externe les emprunts publics contractés à l'extérieur et de les identifier clairement.
- Dans le même ordre d'idées, dans le tableau No 5, il conviendrait de mettre en lumière la part des banques centrales dans le financement total des déficits publics.

M. Bastiaanse indique qu'à la suite des observations faites par M. Murray, les experts ont aménagé le tableau No 3 de sorte que les emprunts contractés par le secteur public à l'extérieur figurent maintenant sous la rubrique "Autorités publiques". On pourrait introduire une sous-rubrique pour faire apparaître explicitement ces opérations.

M. Nash estime que si les rapports du "Groupe Bastiaanse" doivent servir de base aux discussions périodiques des Gouverneurs, il serait indiqué qu'ils mettent en lumière les points de désaccord et pas seulement les vues unanimes. Ainsi, lors de la dernière réunion du groupe, les experts anglais et danois ont avancé certaines idées qui n'ont pas été retenues, faute d'accord unanime, dans la version finale du rapport.

C. Transmission du rapport au Comité monétaire

Comme il l'avait fait pour le Rapport No 7, le Comité convient de transmettre au Comité monétaire le Rapport No 8 du "Groupe Bastiaanse" dans les conditions suivantes:

- l'annexe décrivant en détail, pays par pays, les tendances actuelles et prévisibles de l'expansion des agrégats monétaires ne sera pas communiquée;
- le rapport sera éventuellement corrigé des amendements que les banques centrales souhaiteraient apporter au texte actuel, en vue de sa transmission au Comité monétaire, amendements qui devront être adressés au secrétariat.

V. Renouvellement des accords de swaps conclus entre la Banque de Réserve Fédérale de New York et les banques centrales de la CEE

M. McMahon indique que les accords de swaps conclus entre la Banque de Réserve Fédérale de New York et les banques centrales de la CEE présentent quelques légères différences de nature simplement technique. Les Suppléants estiment peu utile et même inopportun de faire un front commun pour tâcher d'harmoniser des points mineurs et ils recommandent de poursuivre la formule bilatérale qui a été appliquée jusqu'ici.

VI. Analyse de la 93e 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.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Nouveau crédit communautaire en faveur de l'Italie

M. Nash informe le Comité que lors de leur déjeuner le 8 novembre, les Ministres des Finances de la CEE ont pris la décision de principe d'accorder à l'Italie un crédit communautaire pour permettre à ce pays de rembourser le crédit à court terme de 486 millions de dollars, que la Bank of England ne prolongera pas au-delà du 9 décembre. La décision sur la nature et le calendrier du nouveau crédit sera prise lors de la session du Conseil du 22 novembre 1976.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 14 décembre 1976 à 10 heures.

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

SEPTEMBRE ET OCTOBRE 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'intervention de ces dernières durant les mois de septembre et d'octobre 1976, ainsi que pendant les premiers jours de novembre.

I. EVOLUTION DES COURS

De fortes perturbations ont a nouveau affecté les marchés des changes. Peu de monnaies y ont échappé.

D'une part, les tensions qui étaient réapparues en juillet au sein du "serpent" sont demeurées très vives jusqu'à ce qu'un aménagement des cours pivots ait été décidé le 17 octobre. Tout en agissant par le biais de la politique monétaire, les banques centrales concernées ont procédé à de substantielles interventions destinées, avant la date précitée, à défendre les liens de parité, ensuite, pour la plupart d'entre elles, à reconstituer leurs réserves.

D'autre part, les monnaies qui flottent de façon indépendante se sont affaiblies sensiblement à l'égard de celles dont les fluctuations sont limitées. Ce mouvement a pour le moins accru les tensions apparues à l'intérieur du "serpent". Mais alors qu'il s'est poursuivi, pour la plupart des monnaies en cause au-delà du 15 octobre, le réalignement des parités au sein du "serpent"

a jusqu'à présent permis d'éliminer ces tensions. Les monnaies flottantes ont été touchées dans une mesure très variable: celles de la CEE et en particulier la livre sterling ont subi le repli le plus marqué, en dépit de diverses mesures et interventions.

Il semble intéressant d'analyser l'évolution des monnaies du "serpent" d'abord pendant la période du 1er septembre au 15 octobre, ensuite au cours de la seconde quinzaine d'octobre.

a) Du 1er septembre au 15 octobre, les monnaies du "serpent" ont continué de subir les effets de conjectures portant à la fois sur leurs taux de change et sur la survie même du système qu'elles constituent. Dès lors, le mark allemand est resté nettement détaché des autres monnaies, à l'exception du florin qui s'est, le plus souvent, maintenu à proximité de lui. Les couronnes scandinaves se sont succédé au bord inférieur de la bande. Le franc belge les y a rejointes à quelques reprises. Fréquemment, l'écart maximal fut atteint. Les répits qui se manifestèrent parfois, principalement durant les premiers jours de septembre et d'octobre, furent de courte durée. Les reculs successifs de la livre sterling, la tenue d'une réunion des Ministres des finances de la CEE le 20 septembre, l'approche des élections en Allemagne occidentale figurent parmi les principaux facteurs qui ravivèrent les tensions. Celles-ci furent particulièrement accentuées à la fin septembre et le vendredi 1er octobre.

La répartition des interventions s'est révélée fort différente de celle observée en juillet-août. C'est ainsi que, tirant parti de la fermeté de sa monnaie, la Nederlandsche Bank a pu acheter des devises régulièrement et ne procéder à des cessions de dollars qu'à de rares occasions lorsque l'écart entre le mark et le florin grandissait. Ses réserves s'en sont trouvées non seulement reconstituées mais même quelque peu augmentées. Le soutien qui dut être apporté à la couronne norvégienne fut encore relativement modeste. Le volume des interventions en faveur du franc belge s'est inscrit en sensible diminution et l'institut d'émission fut par ailleurs en mesure de procéder à quelques rachats de devises. Par contre, le soutien nécessaire à la couronne suédoise et à la couronne danoise fut de loin plus important qu'en juillet et en août.

b). Après la modification des cours pivots des monnaies à fluctuation limitée, la couronne danoise, dévaluée de près de 6% par rapport au mark, se porta en tête du "serpent". Le florin se replia tout d'abord, puis

remonta dans la partie supérieure de la bande, nettement plus près de la couronne danoise que des autres monnaies. Celles-ci sont restées groupées sans que l'écart maximum entre elles ne dépasse $\frac{1}{2}\%$. Le bord inférieur a été occupé d'abord par la couronne suédoise, puis par la couronne norvégienne, enfin par le mark. Au 29 octobre, les cours du mark dans le marché se situaient légèrement au-dessous des nouveaux cours pivots à Oslo, Stockholm et Bruxelles - mais l'écart atteignait près de 1,50% à Amsterdam et plus de 2% à Copenhague. Dans ces conditions, la plupart des banques centrales qui avaient dû soutenir leur monnaie purent racheter des devises dans une mesure non négligeable.

Parmi les monnaies flottantes, la livre sterling s'est affaiblie fortement. Dès le début de septembre, sous l'influence notamment de conflits sociaux en Grande-Bretagne, elle a été soutenue activement par la Bank of England. A partir du 9 septembre, cette dernière a laissé la pression se marquer dans les cours. N'intervenant plus en général que pour des montants réduits, elle a agi essentiellement sur le plan de la politique monétaire. Les mesures prises à cet égard n'ont apporté qu'un répit passager à la livre, tout comme d'ailleurs l'annonce de la demande de prêt faite par la Grande-Bretagne auprès du Fonds Monétaire International. Après de brefs raffermissements, la chute de la livre sterling s'est accentuée, en particulier fin octobre quand il a été fait état dans la presse d'opinions selon lesquelles la livre devait être "dévaluée" à \$1,50.

Finalement, par rapport à la fin août, la livre accuse un recul de 9,50% environ en termes de dollars et de plus de 13% en moyenne vis-à-vis de l'ensemble des monnaies à fluctuation limitée.

La lire italienne a également subi d'importants mouvements. Alors que durant les premiers jours de septembre la Banca d'Italia avait encore pu racheter des dollars, la lire s'est ensuite repliée progressivement. Fin septembre, cette tendance s'est aggravée, en particulier après l'annonce de la réduction du taux du dépôt à l'importation introduit en mai 1976. Début octobre, le recul de la lire se chiffrait par un peu plus de 3,50% en termes de dollars depuis la fin août. Les autorités italiennes prirent alors toute une série de mesures sur les plans monétaire et fiscal, notamment l'instauration d'une taxe, applicable pendant deux semaines, de 10%

sur tout achat de devises étrangères. Il en résulta un très net redressement du cours de la lire. Cependant, à l'expiration de ce dernier délai, la lire se replia de nouveau fortement, ce qui amena les autorités italiennes à adopter de nouvelles mesures et à réinstaurer la taxe, de 7% cette fois, sur les achats de devises pendant les quatre prochains mois.

Finalement, pour les mois de septembre et d'octobre, la lire italienne recule de $2\frac{3}{4}\%$ vis-à-vis du dollar EU.

Le franc français n'a pas pu poursuivre le redressement amorcé fin août. Après avoir, dans un premier temps, bénéficié de la mise au point, par le nouveau gouvernement, d'un programme de lutte contre l'inflation, il s'est à nouveau affaibli. L'hostilité des milieux-syndicaux aux mesures prises et, plus précisément, le déclenchement d'une grève nationale d'une journée constituèrent, tout comme l'annonce d'une aggravation du déficit de la balance commerciale en septembre, un facteur déterminant de l'alourdissement du franc français. Par rapport au 31 août, le recul de ce dernier se limite cependant à $1\frac{1}{2}\%$ environ vis-à-vis du dollar EU - mais il atteint 6% à l'égard des monnaies du "serpent".

Le yen, qui avait pu encore en septembre augmenter légèrement l'avance enregistrée les mois précédents, s'est replié dans le courant d'octobre. A New York, son recul se chiffre par un peu plus de $1\frac{3}{4}\%$ pour les deux mois écoulés.

Le dollar EU, le dollar canadien et le franc suisse se sont montrés plus résistants que les autres monnaies qui flottent de façon indépendante.

Leur recul à l'égard de l'ensemble des monnaies du "serpent" représente 4,5% pour le dollar EU, un peu plus de $3\frac{1}{2}\%$ pour le dollar canadien et 2,75% pour le franc suisse.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les interventions en dollars de l'ensemble des banques centrales qui participent à la concertation ont porté sur un volume global encore élevé, quelque peu inférieur cependant à celui des mois de juillet et d'août: \$3,6 milliards à l'achat et \$3,4 milliards à la vente, soit un achat net de \$200 millions.

A nouveau, ce sont les banques centrales non membres du "serpent" qui ont procédé aux interventions les plus importantes, soit 73% du volume global des achats et 90% de celui des ventes. Parmi elles, la Banca d'Italia, dans les deux sens, et la Bank of England à la vente, prennent

de loin les parts les plus grandes. Les soldes nets se répartissent comme suit pour chacun des groupes:

- \$600 millions à l'achat pour les banques centrales du "serpent", ce qui représente en majeure partie les acquisitions de la Nederlandsche Bank et, dans une moindre mesure, celles de la Bundesbank;
- \$1,3 milliards à la vente pour les trois banques centrales de la CEE non membres du "serpent", l'essentiel étant imputable aux cessions de la Bank of England;
- \$900 millions à l'achat pour l'ensemble des autres banques centrales participant à la concertation; ce montant résulte en très grande partie des acquisitions dans le marché de la Banque Nationale Suisse, qui ne couvrent par ailleurs qu'à raison des trois quarts les ventes faites aux emprunteurs étrangers de francs suisses à long terme.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Toutes les banques centrales dont la monnaie est soumise à des fluctuations limitées sont intervenues en monnaies européennes, soit pour défendre les marges de fluctuation, soit pour réduire un endettement auprès du FECOM.

Le soutien brut qui a dû être consenti jusqu'au 15 octobre à travers le mark à toutes les autres monnaies du "serpent", sauf le florin, a atteint 1,4 milliard d'UCME dont les deux tiers en septembre. Effectué pratiquement en totalité aux points extrêmes d'intervention, il se répartit moitié au profit du franc belge et de la couronne danoise, moitié au profit des monnaies des banques centrales associées au système. Les parts de la couronne danoise et de la couronne suédoise sont les plus importantes. Les rachats de monnaies européennes dans le marché se sont élevés à l'équivalent de 670 millions d'UCME, dont près des trois quarts après le 17 octobre. Ils ont été réalisés, tous à des cours intramarginaux, par la Banque Nationale de Belgique, la Nederlandsche Bank et en outre, après le remaniement des cours pivots, par la Danmarks Nationalbank.

De son côté, la Federal Reserve Bank of New York est intervenue épisodiquement en vendant des marks allemands, mais ces ventes ont été plus que compensées par des achats de francs belges et de marks allemands. Le volume total des devises mises en jeu s'est élevé à l'équivalent de \$135 millions.

* * *

Premiers jours de novembre

A l'issue de la première semaine de novembre, le dollar américain a réalisé par rapport à fin octobre une avance légèrement supérieure à $\frac{1}{2}\%$ en moyenne vis-à-vis des monnaies du "serpent".

Il s'est inscrit également en progrès, mais dans une mesure moins marquée, à l'égard des autres monnaies flottantes, sauf le franc français et la livre. Cette dernière, en particulier, a opéré un redressement voisin de 2% vis-à-vis du dollar EU et de $2\frac{1}{2}\%$ à l'égard de l'ensemble des monnaies à fluctuation limitée.

La reprise du franc français, bien que plus modérée, représente néanmoins près de $\frac{3}{4}\%$ par rapport au groupe des monnaies du "serpent".

La physionomie de ce dernier ne s'est guère modifiée depuis la fin octobre: la couronne danoise s'est maintenue au bord supérieur et le mark allemand au bord inférieur. L'écart entre ces deux monnaies est resté voisin de 2,15%.

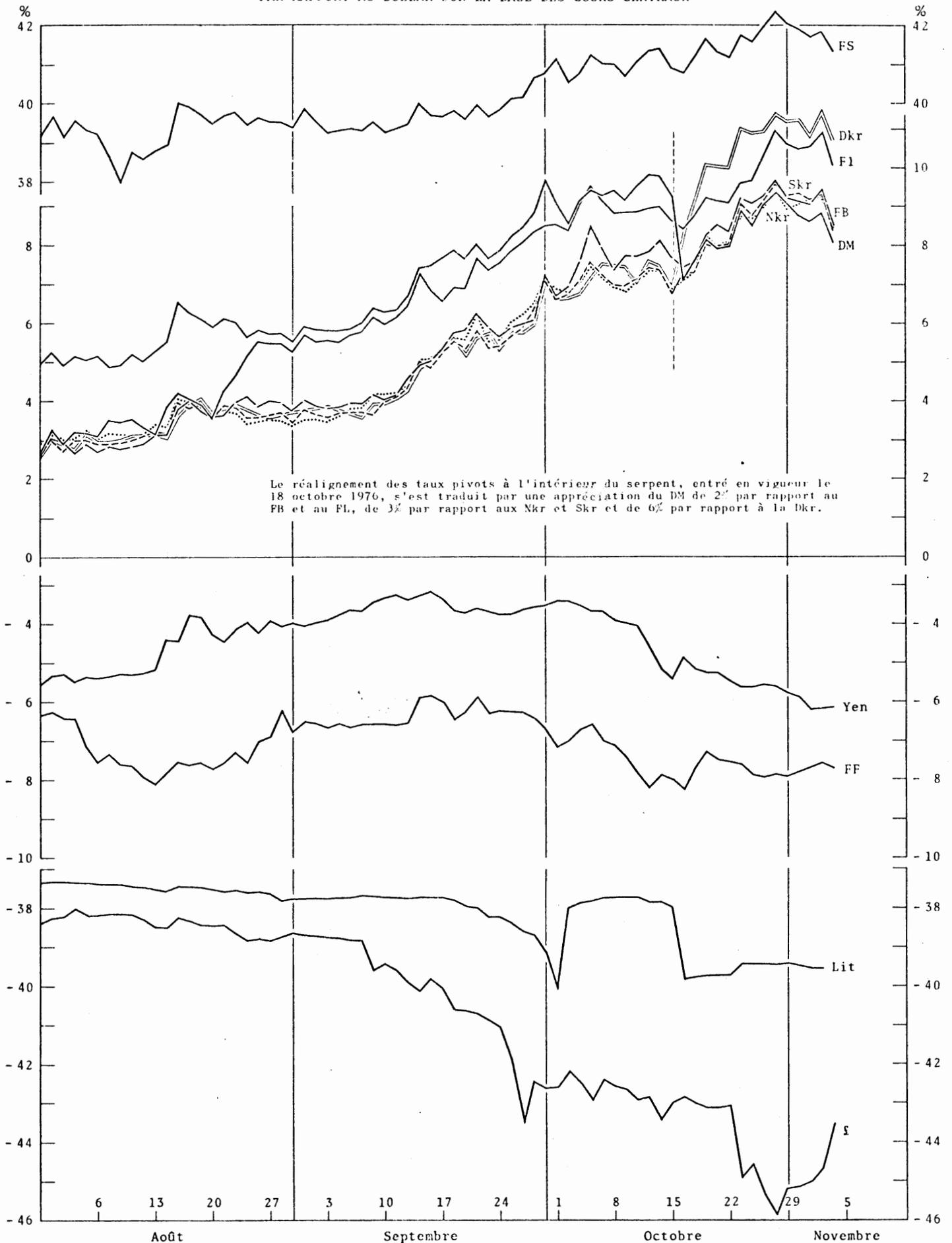
Les banques centrales se sont montrées peu actives dans le marché du dollar, à l'exception de trois d'entre elles.

En effet, seule la Deutsche Bundesbank à la vente, la Banca d'Italia et la Banque Nationale Suisse à l'achat ont procédé à des interventions notables dont le volume total est proche de $\frac{1}{2}$ milliard. Le solde global net des opérations de l'ensemble des banques centrales participant à la concertation se traduit par un achat inférieur à \$200 millions.

Aucune intervention obligatoire en monnaies européennes n'a été nécessaire. Par contre, la Danmarks Nationalbank et surtout la Banque Nationale de Belgique ont procédé régulièrement à des rachats de marks allemands dont la somme est quelque peu inférieure à l'équivalent de \$250 millions. Leur produit a été cédé au FECOM, en remboursement des financements antérieurs.

D'autre part, la Nederlandsche Bank a acquis, dans une mesure relativement modérée, des marks allemands à des cours intramarginaux qui ont été rachetés immédiatement contre dollars par la Deutsche Bundesbank.

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



* En vigueur jusqu'au 15.10.1976:

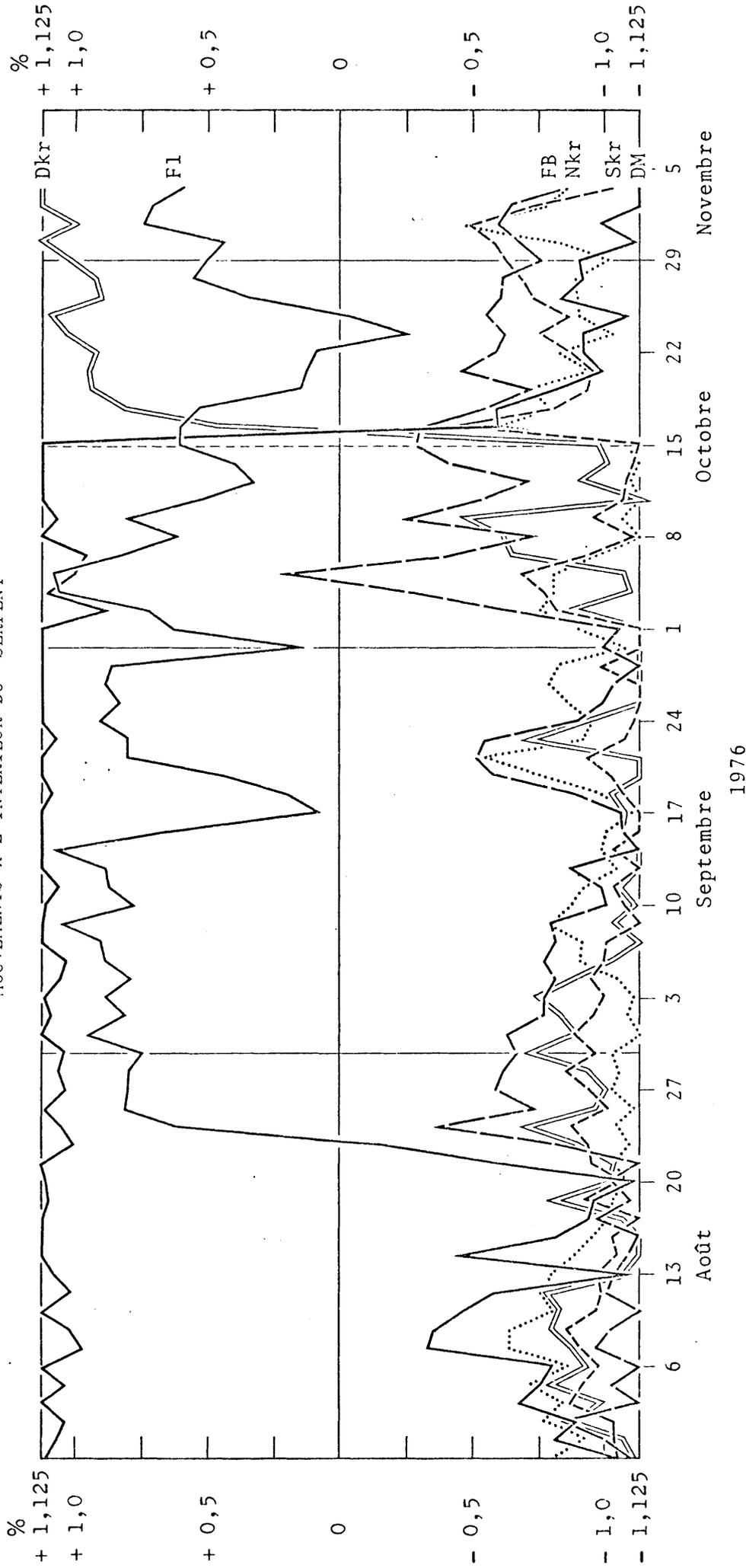
Effectifs, 1 dollar EU =
 FB 40,3344; Dkr 6,28205; FF 4,60414; DM 2,6690;
 Fl 2,78118; Nkr 5,69606; Skr 4,56.
 Théoriques, 1 dollar EU =
 Lit 523,35; Yen 277,20; FS 3,456. £1 = \$2.8952.

* En vigueur à partir du 18.10.1976:

Effectifs, 1 dollar EU =
 FB 40,3344; FF 4,60414; Fl 2,78118.
 Théoriques, 1 dollar EU =
 Dkr 6,5438; DM 2,6167; Lit 523,35; Yen 277,20;
 Nkr 5,75359; Skr 4,606; FS 3,456. £1 = \$2.8952.

4 novembre 1976

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"



Le réalignement des taux pivots à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 18 octobre 1976, s'est traduit par une appréciation du DM de 2% par rapport au FB et au FL, de 3% par rapport aux Nkr et Skr et de 6% par rapport à la Dkr.

4 novembre 1976