

PROCES-VERBAL *

DE LA CENT-DIX-NEUVIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 14 MARS 1978 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. Gleske et Schlüter; 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 Lovato; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szasz et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Mosca et Morelli; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; les Président des groupes d'experts, MM. Heyvaert et Bastiaanse. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller, Freeland et Mortby sont aussi présents, ainsi que M. Lamfalussy.

I. Approbation du procès-verbal de la 118e séance

Le Président indique que le secrétariat n'a reçu que quelques amendements essentiellement de caractère rédactionnel. Compte tenu de ces modifications qui seront insérées dans le texte définitif, le procès-verbal de la 118e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 11 avril 1978, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de février et des premiers jours de mars 1978: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du Rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

A. Exposé de M. Heyvaert

M. Heyvaert résume brièvement les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal en se concentrant notamment sur l'évolution des cours du dollar EU. Les causes affectant la tenue de la devise américaine sont nombreuses: persistance du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis et absence de perspective d'amélioration dans ce domaine, absence de solution rapide pour le problème de l'énergie, grève prolongée des mineurs, crainte d'une accentuation des tendances inflationnistes, niveau des taux d'intérêt insuffisant pour soutenir le cours du dollar EU sur les marchés des changes, rumeurs sur l'intention des pays de l'OPEP de prendre des mesures en vue de protéger la valeur réelle de leurs revenus: résultant des exportations de pétrole, défiance générale à l'égard de l'administration américaine, apparition d'un différend entre celle-ci et le gouvernement allemand sur la manière de faire face aux problèmes actuels. Au cours des derniers jours, toutefois, le gouvernement américain semble être devenu conscient des dangers de la faiblesse du dollar, des effets néfastes qu'elle exerce sur les échanges commerciaux, et de la nécessité de restaurer la confiance dans la devise américaine, et les efforts entrepris par les autorités américaines et allemandes ont tendu à dissiper l'impression antérieure de désaccord.

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Heyvaert de son rapport et invite M. Emminger à commenter brièvement le communiqué commun publié le 13 mars par les autorités américaines et allemandes.

M. Emminger souligne que le communiqué commun a d'abord eu pour but de démontrer que les deux parties intéressées sont unanimes dans l'appréciation de la situation actuelle, et de dissiper ainsi l'impression de l'existence d'un désaccord entre les deux pays, impression qui a été démesurément grossie par les presses américaine et allemande et qui a constitué, comme

M. Heyvaert vient de le mentionner, un des nombreux facteurs déterminant la faiblesse du dollar EU.

D'une manière plus précise, le communiqué souligne notamment les points suivants qui ont fait l'objet d'un accord commun:

- La nécessité d'éliminer les éléments fondamentaux du déséquilibre de la balance des paiements en progressant dans le problème de l'énergie, en diminuant les écarts entre les taux de croissance des économies et en obtenant la plus grande croissance sans mettre en péril la stabilité des prix.
- L'intérêt marqué par les autorités américaines à l'égard de la stabilisation du cours du dollar, comme cela a été souligné par leur intention d'utiliser leurs propres réserves (cf. ci-après).
- La constatation que les mouvements des cours du dollar EU et du deutsche mark ont été en grande partie désordonnés, excessifs et non justifiés par les conditions économiques fondamentales.
- Le relèvement de 2 à 4 milliards de dollars de l'accord de swap entre la Bundesbank et la Réserve fédérale américaine.
- La décision de céder 600 millions de DTS, soit environ 740 millions de dollars EU, à la Bundesbank contre deutsche marks (ce montant correspond à peu près à la marge dans le cadre de la limitation de l'obligation d'accepter des DTS).
- L'intention des Etats-Unis d'utiliser, en cas de besoin, leurs droits de tirage automatiques sur le FMI qui s'élèvent à environ 5 milliards de dollars EU. Si cela devait se produire, le financement de ces tirages intéresserait non seulement la République fédérale, mais aussi d'autres pays à monnaie forte.
- La volonté affirmée par les deux parties intéressées de s'opposer aux pressions protectionnistes et de s'employer à la prorogation et à l'extension de l'engagement de l'OCDE en matière de commerce mondial ("trade pledge").
- L'annonce que les prochaines réunions qui auront lieu dans le cadre de la CEE, de l'OCDE et du FMI devraient donner l'occasion de faire accepter plus généralement les principes sur lesquels les deux pays se sont mis d'accord sur une base bilatérale.

- La possibilité d'utiliser des ressources au-delà de celles qui sont mentionnées dans la déclaration, si cela s'avérait nécessaire pour faire face au désordre des marchés des changes; à ce sujet, les autorités allemandes n'ont pas donné, lors de leur conférence de presse, d'indications précises. Les Américains n'ont pas exclu des cessions d'or sous forme de vente à l'enchère au public, mais n'envisagent pas pour l'instant de recourir à des emprunts sur les marchés des capitaux internationaux.

En ce qui concerne les interventions effectuées dans le passé par les autorités américaines, on a tendance à sousestimer leur ampleur. Durant la période de novembre 1977 au 13 mars 1978, leur total atteint l'ordre de grandeur de 5 milliards de DM, dont 3,8 milliards depuis le début de cette année. Compte tenu des achats de dollars faits par la Bundesbank pour une contrevaleur de 3,2 milliards de DM, 7 milliards de DM ont été déjà mis en jeu cette année, montant qui est nettement supérieur à l'excédent normal de la balance des paiements.

Jusqu'à présent, ces entrées de devises ont été partiellement compensées et leur effet net sur la liquidité bancaire a pu à peu près être absorbé, mais la poursuite de cette situation pourrait soulever des problèmes plus sérieux.

M. Emminger ajoute qu'on peut escompter une amélioration de la balance commerciale américaine au cours du second semestre de 1978 pour les raisons suivantes:

- réduction du déficit à l'égard des pays producteurs de pétrole du fait que les importations de brut n'augmenteraient plus tandis que les exportations à destination de ces pays devraient s'accroître;
- les effets de la dépréciation du dollar sur le caractère compétitif de l'économie américaine qui devraient se traduire selon les estimations faites par la Réserve fédérale par une amélioration de la balance commerciale de 1,5 à 3 milliards de dollars EU;
- réduction des écarts entre le taux de croissance économique aux Etats-Unis et en Europe.

Les mesures germano-américaines récentes visent à faire le pont pendant une période intérimaire difficile, en attendant que la réalisation de progrès fondamentaux entraînent un renversement des flux de capitaux.

M. de Strycker pense que la faiblesse du dollar est un problème mondial et se félicite de l'annonce faite par le Dr Emminger de ne pas limiter la coopération monétaire nécessaire pour faire face à une situation intérimaire difficile, à l'accord bilatéral entre les Etats-Unis et l'Allemagne. En effet, il est essentiel d'associer d'autres pays, non seulement les pays européens, mais aussi ceux hors d'Europe, notamment le Japon et le Canada ainsi que les pays de l'OPEC qui sont des détenteurs d'avoirs importants de dollars et qui devraient rester, pour un certain temps, des pays à excédent substantiel de la balance des paiements. La communauté monétaire internationale doit coopérer encore plus étroitement en vue d'aboutir à une stabilisation des cours de change.

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

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

III. Examen et adoption du rapport au Conseil sur l'amélioration de la coordination des politiques économiques nationales

A. Exposé de M. Breen

M. Breen indique que le rapport établi par les Suppléants devrait être considéré comme la réponse du Comité des Gouverneurs à l'invitation formulée par le Conseil d'examiner les moyens permettant de renforcer la coordination des politiques économiques et financières des pays membres.

Le rapport se divise en deux parties: la première présente les propositions faites par la Commission, alors que dans la seconde, la plus importante, sont exposés les moyens pour parvenir à l'objectif fixé. Les Suppléants ont été en mesure de respecter le calendrier et ont bénéficié de l'excellent travail et de la coopération du secrétariat. Ils recommandent de transmettre le présent rapport au Conseil des Communautés européennes, sous réserve des modifications suivantes:

- Les deux premiers alinéas de la page 1 seraient amalgamés et apurés de la référence aux Suppléants.

- A la fin du premier alinéa ainsi modifié, il serait ajouté la phrase suivante: "Les Gouverneurs sont d'avis que ce renforcement de la coordination conditionne tout progrès en direction de l'objectif souhaité, à savoir l'union économique et monétaire".
- A la page 5, le premier alinéa serait à compléter par la phrase suivante: "Les Gouverneurs sont également d'avis qu'il y aurait des dangers à suivre la proposition de la Commission - qui est étroitement liée à celle concernant la fixation d'orientations monétaires - de publier une évaluation quantifiée des moyens de financement des déficits budgétaires".

Le Président remercie M. Breen du travail accompli par les Suppléants.

B. Discussion du Comité

M. Ortoli pense que le rapport établi par les Suppléants ne reflète pas suffisamment la détermination exprimée à plusieurs reprises par les Gouverneurs de pousser plus avant la coordination des politiques monétaires. Par exemple, la proposition faite par M. Zijlstra qui correspond largement aux préoccupations de la Commission, donne un plus grand sentiment de vigueur que le texte du rapport. Celui-ci donne l'impression que dans le domaine de la coordination tout ce qui est possible est déjà fait. Cette constatation ne correspond pas à la réalité; il semble plutôt que les débats sur les politiques monétaires au Comité des Gouverneurs nécessitent encore un approfondissement et une meilleure organisation.

Le rapport ne parle pas de la nécessité d'avoir une discussion préalable sur les politiques monétaires lorsque les objectifs finals sont fixés par le Conseil. Si l'on veut que la politique monétaire trouve une place plus importante dans les délibérations du Conseil, il faudrait non seulement associer la Commission à l'examen de la compatibilité des orientations des politiques monétaires avec les objectifs généraux, mais aussi réfléchir à une procédure permettant de discuter discrètement avec la Commission les objectifs que les autorités monétaires se fixent pour la période à venir.

Le rapport fait état des divergences de vues entre les Gouverneurs sur la technique de la fixation et publication de normes monétaires, mais n'annonce aucun débat sur ce problème. Tout en comprenant les problèmes spécifiques de tel ou tel pays et sans attacher une valeur absolue aux

normes monétaires dont le respect à tout prix n'est pas demandé, il y aurait intérêt à renforcer, au niveau communautaire, l'idée que des orientations monétaires relativement précises peuvent être utiles. Il serait toutefois entendu que les orientations doivent être appropriées aux circonstances données, doivent être adaptées aux structures individuelles des pays et suffisamment souples (ce dernier aspect a été rappelé par M. Emminger lors de la dernière séance). L'introduction d'orientations au niveau communautaire présenterait deux avantages: d'abord, il serait possible d'examiner la cohérence entre les politiques monétaires et les objectifs généraux, ensuite la discipline que s'imposent les autorités monétaires prendrait plus de vigueur si elle était collectivement reconnue.

Le rapport ne reflète pas non plus les considérations émises sur l'amélioration des débats des Gouverneurs: réflexions proposées par M. Lamfalussy ou par la Commission, préparation par les responsables de la politique monétaire dans les banques centrales. A côté de ce travail général, il conviendrait de reprendre la suggestion faite par MM. Baffi et Richardson d'une réflexion théorique plus poussée sur les effets réels de la politique monétaire, ainsi que, comme M. Ortoli l'avait déjà proposé en décembre dernier, d'étudier les différentes techniques de la politique monétaire, notamment celle à moyen terme, telle qu'elle a été présentée par M. Zijlstra.

M. Ortoli conclut en disant:

- que les propositions exposées dans le rapport des Suppléants paraissent insuffisantes pour mener à une véritable coordination des politiques monétaires et à un lien entre ces politiques et les objectifs généraux de la Communauté dans son ensemble,
- qu'il faut étudier davantage la portée des politiques monétaires et mettre en oeuvre des procédures plus énergiques pour les débats au Comité des Gouverneurs.

M. Zijlstra indique, au sujet de la référence faite par M. Ortoli à la politique monétaire à moyen terme, qu'il est prêt à établir une brève note sur cette conception, qui pourrait faire l'objet d'un débat par les Gouverneurs lors d'une de leurs prochaines séances.

En ce qui concerne le fond du rapport, M. Zijlstra peut comprendre la déception de M. Ortoli au sujet de la constatation qu'il n'est pas

possible d'institutionnaliser, au niveau communautaire, les objectifs monétaires quantitatifs. Toutefois, dans l'immédiat, cette constatation est inéluctable. En effet, il serait illusoire de croire qu'on puisse coordonner les politiques en matière de croissance monétaire en faisant abstraction du fait que l'évolution de la masse monétaire n'est que le résultat des développements dans les sources de création monétaire, à savoir le crédit au secteur privé, les besoins de financement des pouvoirs publics et la balance des paiements. En ce qui concerne la première source de création monétaire, on ne s'est pas encore mis d'accord sur une harmonisation des mesures et des instruments de la gestion du crédit bancaire (dans certains pays, le crédit est contrôlé quantitativement ou à travers le marché, dans d'autres il n'existe pas de restriction).

Dans le domaine des pouvoirs publics, il faudrait une coordination des méthodes de financement des déficits budgétaires. Enfin, au sujet de la création ou de la destruction monétaire par l'extérieur, il conviendrait de s'interroger sérieusement sur les causes des entrées ou sorties de devises.

En bref, sans une harmonisation et une coordination plus approfondie dans ces trois domaines, on ne pourra pas faire de progrès en matière de coordination des politiques monétaires.

Il y a lieu de rappeler aussi que la deuxième source de création monétaire, le financement de l'Etat, n'est pas de la compétence exclusive des autorités monétaires; par conséquent, on pourrait attirer l'attention des Ministres sur le fait que le progrès en matière de coordination des politiques monétaires est conditionné également par le comportement des pouvoirs publics. En effet, il ne serait pas réaliste de croire que, par la simple fixation d'une norme monétaire chiffrée, on puisse s'imposer au gouvernement et au Parlement.

Le Président pense, comme M. Zijlstra, que le rapport des Suppléants donne une appréciation réaliste de l'état actuel, sans exclure la possibilité de faire des progrès en matière de coordination des politiques monétaires. Il ne faudrait pas non plus oublier que cette situation reflète les divergences entre les politiques économiques fondamentales, ce qui est rappelé à la page 3 du rapport où il est dit que l'identification des objectifs poursuivis par les politiques économiques, ou des choix faits entre ces divers objectifs, est un préalable à toute coordination efficace.

M. de Strycker indique que le concept de la coordination des politiques monétaires, tel qu'il a été proposé par la Commission, impliquerait une vue commune sur le rôle de la politique monétaire, dans des circonstances données, à l'appui des objectifs des politiques économiques arrêtés dans la Communauté; or, cette vue commune n'existe pas encore. Ainsi, l'examen du dernier rapport du "Groupe Bastiaanse" a fait ressortir que certaines banques centrales estiment nécessaire de maintenir une certaine rigueur dans la politique monétaire en vue d'éviter des tendances inflationnistes; d'autres banques centrales, au contraire, ont souligné que, dans les circonstances actuelles, il convient avant tout de relancer l'activité économique; ainsi la politique monétaire ne doit pas être rigoureuse et ne doit pas gêner les efforts de relance accomplis par les autres politiques, notamment budgétaires. Si cette divergence de vues persiste, il ne sera guère possible d'espérer une coordination des politiques monétaires. Il conviendrait donc de mener régulièrement un débat, soit lors de l'examen des rapports du "Groupe Bastiaanse", soit dans le cadre du nouveau groupe composé des responsables de la politique monétaire, sur le rôle que la politique monétaire devrait jouer dans les six ou douze prochains mois, étant donné les conditions économiques actuelles. Si l'on aboutit à un accord sur cette question fondamentale, on pourra alors engager un débat sur les moyens à utiliser pour remplir ensemble ce rôle.

M. Ortoli pense que les idées présentées par MM. Zijlstra et de Strycker vont dans la direction des préoccupations de la Commission. Celle-ci souhaiterait un système qui permettrait de fixer des objectifs économiques généraux répondant au double souci de la croissance et de la lutte contre l'inflation, d'assurer une meilleure compatibilité entre les politiques et l'emploi approprié des instruments nécessaires à la réalisation des objectifs finals. A l'heure actuelle, toutefois, on se limite à considérer des prévisions plus ou moins précises, alors qu'il faudrait un engagement plus ferme de la part des Gouverneurs de définir une politique monétaire cohérente et harmonisée.

Dans sa communication, la Commission reconnaît que la politique monétaire n'est qu'un des éléments de la coordination et que le premier élément consiste à définir en commun les objectifs économiques généraux.

La Commission a également souligné la nécessité d'un débat sur les déficits publics et sur les méthodes de leur financement; elle pense, en outre, qu'il ne suffit pas de considérer seulement le solde du budget central qui, dans certains pays, n'est pas significatif, mais qu'il faut inclure progressivement tout le secteur public dans le sens large.

M. Ortoli regrette que le rapport ne mentionne pas l'intérêt de progresser dans la coordination des politiques monétaires, tout en reconnaissant qu'il existe des limites tenant aux différences dans la situation et au caractère expérimental des politiques monétaires ainsi que des conditions sur lesquelles on pourrait s'étendre davantage.

M. Lamfalussy pense qu'il est clair que les Gouverneurs ne peuvent pas s'engager à coordonner leurs politiques monétaires sur la base d'objectifs quantitatifs, car:

- certains pays ne fixent pas et peuvent pas fixer d'objectifs quantitatifs,
- l'interprétation des objectifs quantitatifs est variable selon les pays et selon les circonstances données, et la comparaison simplement mécanique de ces objectifs ne semble pas utile.

Le rapport, tel qu'il est rédigé, va cependant au-delà de cette constatation; il semble donner l'impression qu'il n'est pas possible de vérifier et de juger ex-ante la coordination et la cohérence des politiques monétaires nationales (cf. page 5). Ce constat ne correspond pas à la réalité et il paraît être en contradiction avec l'intention (annoncée à la page 6 du rapport) de juger la compatibilité des politiques monétaires entre elles.

M. Lamfalussy estime possible que, une ou deux fois par an, chaque banque centrale expose, dans ses propres termes, la politique qu'elle entend poursuivre (à cet égard, M. Emminger a donné un bon exemple lors de la réunion de février). Ensuite, les économistes des banques centrales devraient essayer d'estimer le degré de compatibilité entre les politiques monétaires elles-mêmes ainsi qu'avec les objectifs économiques généraux. Cet exercice ne sera pas aisé, mais il ne serait pas facilité par la fixation d'objectifs quantitatifs.

M. Lamfalussy propose de changer le rapport afin de faire ressortir plus clairement l'intention positive qui apparaît à la page 7.

Le Président pense que le rapport fait état objectivement des difficultés existantes et ne minimise pas l'importance des progrès à faire dans le domaine de la coordination des politiques monétaires. Cette dernière pensée pourrait être mieux exprimée en insérant, à la fin des conclusions à la page 5, une référence à l'intention annoncée à la page 7.

Sous bénéfice de cette dernière modification et des modifications exposées par M. Breen, que le secrétariat apportera au texte final, le Comité adopte le rapport; celui-ci sera ensuite transmis au Président du Conseil des Communautés européennes.

IV. Suite à donner au mandat par lequel le Conseil des Communautés européennes a invité, le 20 février 1978, le Comité des Gouverneurs à examiner, pour le domaine de sa compétence, la communication de la Commission "Programme d'action 1978" (document COM(78) 52 final du 10 février 1978)

M. Breen rappelle aux Gouverneurs que le 19 décembre 1977, le Conseil des Communautés européennes a invité le Comité à examiner la communication de la Commission en date du 17 novembre 1977 sur les perspectives d'union économique et monétaire. Les Suppléants ont préparé un projet de rapport sur ce premier document qui doit servir de base à l'établissement du rapport des Gouverneurs au Conseil et dans lequel ont été examinés les aspects monétaires et de change du programme d'action à cinq ans proposé par la Commission.

Dans l'intervalle, le Comité des Gouverneurs a reçu un nouveau mandat du Conseil qui l'invite à examiner le programme d'action pour 1978 (document COM(78) 52 final du 10 février 1978). Les Suppléants ont supposé que les Gouverneurs souhaiteraient un rapport unique couvrant les deux mandats et donc les deux communications de la Commission.

A ce stade, les Suppléants ont principalement consacré leur discussion de lundi aux propositions de la Commission relatives à un système communautaire de taux de change, étant donné que pour les autres propositions (par exemple création d'une monnaie parallèle, libéralisation des mouvements de capitaux), il a été jugé préférable d'attendre de connaître les vues plus détaillées que la Commission a l'intention de présenter.

La discussion consacrée à un système de change communautaire unique a été franche et ouverte. Les représentants de la Commission se sont engagés

à fournir aux Suppléants un document de travail précisant les propositions contenues dans leur communication et certaines idées qu'ils ont exprimées lors de la discussion de lundi.

Sur la base de ce document de travail, les Suppléants reprendront en avril l'étude des questions de change avec pour objectif de préparer un document fournissant aux Gouverneurs certains éléments de réflexion. Un tel document pourrait servir de base au rapport du Comité au Conseil dont la mise au point pourrait n'avoir lieu qu'en mai, vu que les questions faisant l'objet des deux mandats confiés au Comité ne figureront pas à l'ordre du jour de la session du Conseil d'avril.

Le Comité marque son accord sur la procédure proposée par les Suppléants.

V. Poursuite de la discussion sur la situation monétaire dans la CEE et les politiques monétaires menées par les Etats membres à la lumière du rapport Bastiaanse No 12 et du débat des Gouverneurs de février, ainsi que les procédures pour améliorer les discussions du Comité des Gouverneurs sur les politiques monétaires

A. Discussion sur la situation monétaire

M. Baffi se réfère aux préoccupations exprimées à plusieurs reprises (Suppléants du Comité des Gouverneurs de la CEE, Gouverneurs du Groupe des Dix) sur le rythme d'accroissement de la masse monétaire en Italie, soit en termes absolus, soit par rapport à la croissance du PNB. Cette situation qui préoccupe également la Banca d'Italia, tient d'une part au fait que la préférence pour la liquidité des ménages n'a cessé de s'accroître, d'autre part à l'ampleur du déficit public et à l'indexation des salaires.

Les raisons pour lesquelles la préférence du public pour les dépôts bancaires s'est développée durant les décennies 1960 et 1970 sont principalement au nombre de deux:

- un rétrécissement, dû à la compétition entre les banques, du différentiel entre les taux d'intérêt payés sur les dépôts bancaires et ceux dont sont assortis les titres du marché des capitaux;
- l'expérience de larges fluctuations à la baisse des cours des titres, telles qu'elles se sont produites à plusieurs reprises lorsque des politiques restrictives ont été appliquées.

En ce qui concerne les banques, l'offre de taux d'intérêt élevés était liée au fait qu'elles étaient satisfaites que le volume de leurs dépôts continue de croître et qu'en conséquence elles pouvaient, sans risque, utiliser les soldes de ces dépôts, même sur les comptes à vue, pour des placements ou des prêts. Les banques savaient ainsi qu'en cas de besoin elles pouvaient recourir aux lignes de crédit disponibles auprès de la banque centrale, lignes qui étaient peu utilisées vu que la monnaie de banque centrale était principalement créée à travers le financement monétaire du Trésor.

La Banca d'Italia a déjà entrepris des efforts en vue de rétablir une structure des taux d'intérêt correspondant aux échéances des actifs financiers; elle hésite cependant à suivre le conseil d'imposer des plafonds sur les taux d'intérêt payés par les banques. En effet, une telle action signifierait un abaissement des taux d'intérêt au-dessous de zéro en termes réels et elle pourrait conduire certains déposants à se porter vers la consommation ou l'investissement en actifs réels plutôt que vers les placements en actifs du marché des capitaux. Enfin, elle imposerait une contrainte supplémentaire sur les engagements du système bancaire dont la liberté d'action, côté actif, est déjà très restreinte étant donné que sur le total des dépôts 16% doivent prendre la forme de réserves obligatoires, 30% environ celle d'investissements déterminés et si ce qui reste dépasse le plafond appliqué aux crédits, l'excédent alimente le gouvernement à travers la souscription de titres du Trésor.

Toutes ces contraintes sont de nature à modérer la concurrence pour les dépôts et de ce fait un plafond sur les taux d'intérêt ou des réserves obligatoires sur la croissance des dépôts ne pourrait être considéré que si parallèlement certaines des contraintes existantes étaient éliminées.

Mesuré par rapport au PNB, le total des actifs financiers au cours des années 1960 et 1970 a enregistré une légère diminution due à l'inflation (celle-ci à la fois crée une aversion de la détention d'actifs financiers et fait monter les taux d'intérêt nominaux ce qui fait baisser le cours sur le marché des titres à revenus fixes). Les actifs liquides et les actifs non liquides ont connu un mouvement de ciseaux prononcé, les premiers augmentant fortement et les seconds diminuant tout aussi sensiblement. Outre ces mouvements tendenciels, des fluctuations cycliques ont également été observées pour ces deux catégories d'actifs.

Si l'on se concentre sur les actifs liquides, l'expérience a montré que leur ratio par rapport au PNB a atteint un maximum dans les derniers stades de la phase descendante du cycle conjoncturel. La raison en est que la valeur du ratio est autant gouvernée par les mouvements de baisse du dénominateur, à savoir le PNB, que par les mouvements de hausse du numérateur, les actifs liquides. Il s'ensuit qu'en tant que guide pour la politique monétaire un accroissement du ratio peut être trompeur; il est vrai qu'il signale une situation d'inflation potentielle pour l'avenir (en raison de l'activation possible des liquidités) mais qu'il peut résulter du développement d'un état de déflation, c'est-à-dire d'une contraction du PNB. La même prudence devrait être appliquée à la situation inverse caractérisée par une baisse du ratio. On peut conclure que l'appréciation de la situation monétaire au moyen du ratio de liquidité, telle que les Néerlandais le suggèrent, doit être effectuée notamment si l'on veut éviter des actions procycliques, en regardant lequel des deux termes du ratio détermine le mouvement de la valeur de celui-ci.

Malgré le déclin du rythme d'accroissement de M2 (concept national) de 25% en mars 1976 à 19,5% en novembre 1977, ce taux reste évidemment trop élevé pour être compatible avec un certain degré de stabilité des prix, même si l'on tient compte du déplacement progressif des actifs non liquides vers les actifs liquides et du déclin graduel de la vitesse de circulation de cette masse croissante des disponibilités monétaires et quasi monétaires.

L'incapacité des autorités monétaires à contenir cette inquiétante croissance monétaire est due à deux facteurs: l'ampleur du déficit du secteur public et l'indexation des salaires. Le déficit du secteur public s'élève à près de 12% du PNB. Si l'on voulait le financer principalement par des ressources non monétaires, il faudrait effectuer d'importants placements de la dette du gouvernement auprès du public, quel que soit le coût en termes d'augmentation des taux d'intérêt au-delà de leur niveau actuel de 14%. Il en résulterait une baisse des cours de titres gouvernementaux, ce qui entraînerait très probablement une contraction de la demande de ces titres. Jusqu'à présent, les autorités ne se sont pas senties capables de prendre ce risque et de faire face à toutes ses conséquences.

Par ailleurs, un tel taux d'intérêt très élevé n'aurait plus rien à voir avec la productivité marginale du capital. Il convient donc de traiter le mal à la racine, vu qu'un déficit du secteur public aussi gigantesque n'est pas compatible avec la stabilité monétaire, quel que soit le

raffinement des techniques appliquées pour le financer. Même si, par quelque tour de prestidigitation, le financement du déficit public était réalisé en dehors du système bancaire, il resterait encore l'indexation des salaires qui exerce une influence expansionniste sur la masse monétaire.

L'indexation complète qui existe en Italie signifie que les salaires réels des travailleurs sont fixés par la puissance des syndicats; ils sont devenus en fait une variable indépendante avec comme effets la stagnation de l'emploi et le développement d'un marché noir du travail qui échappe aux diktats des syndicats. Les conséquences monétaires de cette situation sont les suivantes. A un moment donné, le salaire nominal imposé, multiplié par le nombre de percevants, crée un flux de demande monétaire qui dépasse le flux de biens produits multiplié par les prix en vigueur. Il s'ensuit une hausse des prix et après trois mois les salaires sont adaptés à l'augmentation du coût de la vie qui est intervenue. Si la hausse des prix est au taux de 12% par an, entre deux adaptations les salaires subissent une baisse de 3% dans leur pouvoir d'achat qui représente la contribution que l'inflation apporte encore dans la réconciliation entre le flux des revenus et celui des biens. Les détenteurs d'actifs financiers sont aussi, bien entendu, affectés.

Les ajustements trimestriels des salaires se traduisent par un accroissement de la demande de crédit bancaire destiné à financer la charge salariale accrue. Bien que cette source de création monétaire soit sous le contrôle des autorités, celles-ci peuvent très difficilement s'opposer à cette demande, car le système a développé, sur le plan des prix et des salaires, une telle résistance que toute action restrictive aurait des effets indésirables sur les flux réels et le niveau d'emploi.

Ainsi, pour l'instant, ces deux forces, déficit du secteur public et indexation des salaires, agissent ensemble et sont trop fortes pour pouvoir être arrêtées par la banque centrale et le Trésor. M. Baffi conclut en disant que la communauté internationale pourrait aider l'Italie si elle développait des normes ou des orientations concernant à la fois la politique des revenus et l'ampleur permmissible du déficit du secteur public (la seule considération du financement non monétaire ne suffit pas car l'ampleur peut faire supporter à la banque centrale une tâche impossible). M. Baffi a remarqué avec plaisir que ces deux sujets ont eu une place importante dans la déclaration de M. Ortoli.

M. de Strycker se réfère aux interventions faites par MM. Zijlstra et Emminger lors de la séance de février*. Ces deux Gouverneurs ont estimé que les circonstances actuelles continuent de requérir la poursuite d'une politique monétaire active visant à empêcher une création monétaire inflationniste, ou en d'autres termes, que dans la situation présente une liquidité abondante pourrait provoquer des tendances inflationnistes. La Banque Nationale de Belgique, en revanche, pense que s'il y a encore des tendances inflationnistes, elles sont dues à certains facteurs comme notamment la hausse des coûts, mais certainement pas à une abondance monétaire susceptible de provoquer un excès de la demande par rapport aux possibilités de production. La demande, tant publique que privée, fait plutôt preuve d'insuffisance et doit être soutenue par des mesures budgétaires. D'où l'avis qu'il paraît dangereux de maintenir des politiques monétaires visant à éviter une abondance des liquidités. Certes, on dit que ces politiques sont menées de manière souple et qu'un dépassement des normes a été toléré, mais en même temps on souligne que l'éventualité d'un réveil de la demande dans l'avenir immédiat imposerait une certaine prudence en matière monétaire. Cette prudence qui s'exprime notamment par le maintien d'objectifs quantitatifs va à l'encontre de la politique économique de relance de l'activité économique, car en entretenant cette atmosphère de restriction et de crainte sur l'évolution monétaire ultérieure, on contribue à l'incertitude qui est responsable, en grande partie, de la situation peu satisfaisante en matière de croissance de l'économie et d'investissements privés.

S'il faut s'efforcer de stabiliser la situation monétaire internationale, car les déséquilibres qui existent sur ce plan sont une des causes de l'incertitude des agents économiques sur l'avenir, il faut également éviter, sur le plan national, d'entretenir des incertitudes par des politiques monétaires inutilement restrictives.

Dans cet esprit, il paraît exister une certaine contradiction entre les efforts de la politique économique visant à stimuler l'activité de l'économie et le maintien d'une politique monétaire qui reste en principe restrictive, malgré certains assouplissements qui ont été apportés.

Le Président pense que la question soulevée par M. de Strycker est fondamentale; on pourrait y répondre soit de manière générale, soit en fonction de la situation individuelle de chaque pays. Il faudrait tenir compte

du fait que l'ampleur des besoins de financement du secteur public est une composante essentielle de la politique monétaire et conditionne le degré de restriction de la demande de crédit du secteur privé. D'autre part, il devrait y avoir un accord commun pour que la politique monétaire soit conçue de manière à ne pas entraver la croissance spontanée de l'économie.

M. Emminger souligne que lorsque la Bundesbank a annoncé son objectif quantitatif pour l'année 1978, elle a mis en relief le caractère expansif et généreux de sa politique; en effet, la progression de 8% de la monnaie de banque centrale permettrait une croissance économique réelle de 5% à condition que les estimations en matière de hausse des prix et de vitesse de circulation de la monnaie se confirment. Le Conseil des Sages a estimé cette politique trop expansionniste et a critiqué la Bundesbank.

Sur le plan de la réalisation de leurs objectifs, les autorités monétaires allemandes ont dû constater que certains événements récents ont infirmé les estimations faites en matière de vitesse de circulation de la monnaie. Les entrées de devises se sont traduites par une forte progression des agrégats monétaires sans qu'il y ait eu jusqu'à présent une répercussion sur la demande effective. En outre, la circulation des billets de banque et des espèces a augmenté, au cours des derniers douze mois de 12,5% et donc beaucoup plus fortement que les revenus des ménages (7 - 8%), mais on ne connaît pas encore la cause de ce mouvement anormal.

La Bundesbank s'est abstenue de prendre des mesures restrictives visant à éviter un dépassement de son objectif quantitatif, car elle considère:

- que l'accroissement rapide de la masse monétaire est dû à des facteurs spéciaux et temporaires,
- que les nouvelles liquidités ne sont pas encore devenues dangereuses,
- qu'elle doit créer les conditions les plus favorables à la reprise de l'économie.

On peut naturellement se demander, comme l'a fait M. de Strycker, s'il est encore utile de fixer un objectif quantitatif vu les circonstances actuelles exceptionnelles marquées notamment par la crise du dollar. Le conseil de la banque centrale en a discuté et a répondu à cette question par l'affirmative pour plusieurs considérations dont il faut souligner surtout les deux suivantes:

- les circonstances actuelles pourraient connaître bientôt une normalisation entraînant le rétablissement d'une relation normale

entre la masse monétaire et la demande effective (comme cela a été observé en pareil cas en 1973),

- l'objectif monétaire n'est pas un but en soi car on vise à influencer la demande effective; il n'est qu'un instrument de la politique monétaire dans le sens qu'il constitue une discipline qui amène les autorités monétaires à s'interroger régulièrement sur les causes de l'évolution monétaire, ainsi qu'une obligation de se justifier à l'égard du public, bien que cette obligation présente quelquefois des inconvénients.

M. Zijlstra indique que la politique monétaire néerlandaise est active, mais non restrictive. Au cours des années 1974 à 1976, un excédent de liquidité - dont l'ampleur est cependant difficilement chiffrable - s'est constitué aux Pays-Bas, excédent que les autorités monétaires ont temporairement toléré afin de ne pas secouer l'économie qui souffrait déjà à cette époque du choc du renchérissement du pétrole. Toutefois, il y a un an, l'apparition d'une poussée spéculative dans le domaine des immeubles, l'accumulation des attentes inflationnistes et la prévision d'un taux d'inflation de 6.% pour 1976 ainsi que l'activité du système bancaire qui encourageaient ces tendances, ont amené les autorités à décider de réduire progressivement sur une période à moyen terme le taux de liquidité sans entraver la reprise de l'économie. Dans cet esprit, le plafonnement du crédit bancaire a été conçu de manière à ne comprimer que les crédits ayant des fins spéculatives. Cette politique a été couronnée de succès:

- le taux de liquidité a été réduit et si la réduction est restée en deçà de l'objectif de 1 point, les autorités monétaires n'ont pas été déçues car elles ont pris en considération, comme l'a souligné M. Baffi, le fléchissement du taux de croissance réelle de l'économie;
- la spéculation sur les biens immobiliers s'est arrêtée;
- les attentes inflationnistes se sont renversées, bien qu'il ne faille pas négliger les effets exercés par le raffermissement du florin sur la réduction du rythme de la hausse des prix à 4½%; d'autre part, la politique monétaire n'a pas eu d'effets néfastes sur les flux réels.

Il faut naturellement reconnaître que certains éléments fortuits ont contribué aux résultats de la politique monétaire menée par les autorités néerlandaises. Le besoin de financement du secteur public a été inférieur

aux prévisions et l'évolution de la balance des paiements a été caractérisée par des sorties au lieu d'entrées de capitaux. Cette expérience montre qu'il est important d'analyser les différentes sources de la création monétaire et de ne pas escompter une compensation automatique des mesures prises dans un secteur par le développement dans les autres.

Les autorités monétaires sont décidées de poursuivre leur politique active et de ne pas gaspiller les acquis qui ont été obtenus en 1977 grâce à cette politique. Les orientations quantitatives sont en cours d'élaboration et en ce qui concerne la politique budgétaire, la banque centrale pense qu'un déficit de l'ordre de grandeur de 5% du PNB pourrait être financé sur les marchés des capitaux.

M. Richardson souligne que la fixation d'objectifs monétaires constitue une politique d'expansion planifiée de la masse monétaire. Cette planification tient compte du taux de la croissance économique spontanée et de la hausse inévitable des prix. Toute augmentation de la masse monétaire qui dépasse ce taux d'expansion ainsi planifié validerait ou créerait des tensions inflationnistes. A cet égard, il faut rappeler les conséquences que l'excès de liquidité a eues au Royaume-Uni et les autorités britanniques sont déterminées de ne pas laisser une telle situation se reproduire.

D'autre part, dans les circonstances actuelles caractérisées par une atténuation de la hausse des prix et une baisse des taux d'intérêt, la politique de contrôle de l'expansion de la masse monétaire ne revêt pas un caractère restrictif et ne va pas à l'encontre de la politique budgétaire et fiscale.

M. de Strycker remercie MM. Zijlstra et Emminger de leurs interventions qui ne l'ont cependant pas convaincu. Il fait remarquer au sujet de l'intervention faite par M. Emminger que le maintien d'objectifs quantitatifs entretient la crainte de mesures restrictives en cas de dépassement de ces objectifs. Il paraît contradictoire de qualifier la politique monétaire néerlandaise en même temps d'active et de non restrictive, car une orientation active signifie qu'on empêche des développements plus prononcés. En conclusion, M. de Strycker constate qu'il y a des divergences de vues importantes sur le rôle que la politique monétaire devrait jouer dans les circonstances actuelles.

M. Ortoli se déclare d'accord sur les considérations exposées par MM. Zijlstra et Emminger. Dans la mesure où il faut mener une politique

monétaire répondant au double objectif de la lutte contre l'inflation et la relance de l'économie, il importe de diriger le crédit vers les emplois désirés. Il serait utile que M. Zijlstra évoque, dans sa note qu'il s'est proposé d'établir sur l'approche d'une politique monétaire à moyen terme, les expériences faites à cet égard dans l'année écoulée.

Des pressions, tant sur le plan international que national, pour une croissance plus forte de l'économie s'accroîtront et bien qu'un soutien plus vigoureux de l'économie paraisse souhaitable, il faut se garder d'exagérations qui pourraient rendre nécessaires tôt ou tard des mesures restrictives. En vue d'éviter une telle politique de "stop and go", il importe que la politique monétaire apporte un soutien mais tout en restant sous surveillance et en gardant le contrôle de la création monétaire. Les politiques monétaires allemande et néerlandaise s'inscrivent bien dans le cadre de la relance de l'économie et elles ne sont pas ressenties comme restrictives par le public.

Le Président clôture la discussion en espérant que les divergences de vues qui sont apparues pourront peut-être être surmontées lors d'une des prochaines séances.

B. Débat sur les procédures pour améliorer les discussions du Comité des Gouverneurs sur les politiques monétaires

Le Président rappelle que M. Zijlstra a fait, à ce sujet, certaines suggestions qui compte tenu du complément que le Président lui-même apporte, prévoient la procédure suivante.

1. Deux fois l'an, les Gouverneurs prolongeraient leur réunion par une séance de l'après-midi, au cours de laquelle ils examineraient la compatibilité des politiques monétaires appliquées dans les différents pays de la CEE entre elles d'une part, et avec les objectifs communs (taux de change, évolution de l'économie "réelle") d'autre part.

Cette discussion s'appuierait sur un rapport du "Groupe Bastiaanse", dont le mandat serait élargi si nécessaire de façon à couvrir de manière plus systématique tous les aspects des politiques nationales. Il serait également entendu que la première partie du rapport exposerait de façon assez détaillée les objectifs poursuivis sur le plan monétaire par les divers pays (tels qu'ils sont présentés au groupe par le représentant de chaque pays), de façon à permettre au lecteur de se prononcer sur la compatibilité de ces politiques.

La deuxième partie revêtirait un aspect plus analytique, en ce sens qu'elle présenterait les opinions du groupe sur les risques d'incompatibilité ainsi que sur les voies et moyens permettant de les éliminer. Dans une troisième partie, le groupe donnerait son avis sur des aspects particuliers de la politique monétaire, soit de sa propre initiative, soit à la demande du Comité des Gouverneurs. Le rapport devrait refléter entièrement les divergences d'opinion plutôt que tendre vers un compromis en ce qui concerne le diagnostic et les recommandations de politique monétaire et économique, étant donné que de tels compromis préjugeraient la discussion des Gouverneurs.

Les Gouverneurs recevraient le "Rapport Bastiaanse" en principe un mois au moins avant leur réunion. Le Président prendrait contact, avant celle-ci, avec les Gouverneurs les plus susceptibles de participer activement aux débats.

2. Lors de chaque réunion mensuelle, les Gouverneurs ont à leur disposition une série de documents de travail qui retracent l'évolution récente de la situation économique et monétaire dans chaque pays membre. Une note de couverture leur fournit en outre un bref résumé.

Etant donné les retards inévitables dans l'expédition et le traitement des données, ces documents ne peuvent être envoyés à l'avance et servent donc comme information de base au cours de la réunion. Aussi est-il proposé, lorsque la situation monétaire et économique semble le justifier - et seulement dans ce cas - que le Professeur Lamfalussy distribue quelques jours auparavant une brève note mentionnant les questions que les Gouverneurs pourraient souhaiter aborder. Il appartiendra ensuite au Président de décider si l'importance de ces questions justifie un réaménagement de l'ordre du jour traditionnel de façon à prévoir suffisamment de temps pour la discussion. Il est possible également que le Président souhaite s'entretenir au préalable avec ceux des Gouverneurs qui auraient particulièrement intérêt à prendre la parole en premier.

Le Comité adopte les procédures proposées. Au sujet de l'élargissement du mandat confié au groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse, il est précisé que les aspects des politiques économiques générales tant sur le plan interne qu'externe, sont à considérer par le groupe dans la mesure où il ont un lien étroit avec les politiques monétaires.

A la demande de M. Ortolí, il est réservé également à la Commission la possibilité de soumettre des problèmes aux Gouverneurs ou au groupe

d'experts présidé par M. Bastiaanse. Ce dernier informera le Comité du calendrier envisagé par le groupe d'experts.

C. Institution d'un groupe officieux des responsables des politiques monétaires

Le Président rappelle que suite aux discussions que le Comité a eues en décembre 1977 et en janvier 1978, M. Zijlstra a suggéré la formule d'un groupe officieux des responsables des politiques monétaires. L'objet de ce groupe de travail est de fournir aux responsables de la politique des banques centrales l'occasion d'échanger, en petit comité, leurs points de vue et leurs expériences sur les politiques monétaires dans les divers pays.

La Banque des Règlements Internationaux invitera les participants à se réunir une ou deux fois l'an à Bâle, à une date ne coïncidant pas avec les réunions mensuelles des Gouverneurs. Il est probable que ces réunions auront une durée d'un jour ouvrable. Elles seront présidées par le Professeur Lamfalussy, qui consultera les participants au sujet des thèmes qu'ils aimeraient voir aborder. Ce groupe comprendra, pour chacune des banques centrales des pays du Groupe des Dix, de la Suisse, du Danemark et de l'Irlande, un représentant du niveau du Conseil de direction, désigné par le Gouverneur de la banque centrale en question. Un comité directeur de 3 ou 4 membres (présidé également par le Professeur Lamfalussy) pourrait se rencontrer préalablement aux réunions du Groupe élargi, pour préparer celles-ci.

Le Président ajoute que le mandat ne prévoit aucune obligation de réunions régulières et qu'il est rédigé en termes très généraux en vue de laisser à ce groupe la plus grande liberté. Il est entendu que les Gouverneurs seront informés des résultats de chaque séance et qu'ils jugeraient à la lumière de l'expérience, s'il faut éventuellement élargir, compléter ou préciser le mandat.

M. Baffi souhaiterait que le calendrier de ce groupe soit coordonné avec celui du Comité des Gouverneurs, afin que ce dernier puisse tirer parti, lors de l'examen des rapports du "Groupe Bastiaanse", des échanges de vues tenus dans le groupe des responsables des politiques monétaires.

M. Zijlstra souligne le caractère officieux du nouveau groupe dont le but essentiel doit être de permettre un échange de vues au niveau des responsables des politiques monétaires sans imposer à ceux-ci l'obligation d'établir des rapports à l'intention des Gouverneurs du Groupe des Dix ou du Comité

des Gouverneurs de la CEE. Il est en revanche entendu que chaque Gouverneur serait informé des résultats des réunions par son représentant dans ce groupe.

M. Baffi retire sa demande et le Comité marque son accord sur l'institution du groupe officieux des responsables de la politique monétaire selon la formule proposée.

En réponse à la demande de M. Ortoli pour une association de la Commission à ce groupe officieux, le Président indique que cette question pourra être traitée directement entre M. Ortoli et M. Zijlstra.

VI. Analyse de la 107e 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. Présidence du Comité

Le Président indique que son mandat vient à échéance le 31 mars 1978 et qu'il conviendrait d'élire un nouveau Président pour les douze mois à venir. Selon la règle de rotation annuelle dans l'ordre d'ancienneté des membres, M. Zijlstra devrait être appelé à assurer cette fonction, mais il a demandé de reporter à nouveau son "tour". Le Gouverneur qui suit dans l'ordre d'ancienneté est M. Clappier.

M. Clappier indique qu'il considérerait comme un honneur et un grand plaisir de présider le Comité des Gouverneurs, mais qu'il ne peut pas accepter étant donné qu'il atteindra l'âge normal de la retraite avant la fin de 1978, créant ainsi le risque d'un changement de présidence en cours d'exercice. M. Clappier suggère donc d'élire son successeur dans l'ordre d'ancienneté, c'est-à-dire M. de Strycker.

M. de Strycker se déclare prêt à accepter la charge de Président et remercie ses collègues de la confiance qu'ils lui témoignent de la sorte.

Le Comité désigne à l'unanimité M. de Strycker comme Président du Comité des Gouverneurs pour la durée normale d'un an s'étendant du 1er avril 1978 au 31 mars 1979.

VIII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

IX. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 11 avril 1978
à 10 heures.

* * *

A l'issue de la séance, le Président tient à exprimer le plaisir qu'il a eu de diriger les débats du Comité des Gouverneurs. Pour un Gouverneur d'une banque centrale d'un pays entré depuis quelques années seulement dans la Communauté et pour un nouveau venu dans le cercle des banques centrales, cette fonction a signifié un grand honneur. M. Murray remercie M. Breen et ses collaborateurs ainsi que le secrétariat de l'appui qu'il lui ont toujours apporté; il signale en outre que M. Charles Freeland quittera le secrétariat à la fin mars 1978 et souhaite la bienvenue au successeur, M. Alan Mortby.

M. Emminger se fait l'interprète du Comité pour exprimer à M. Murray la reconnaissance des Gouverneurs pour la manière avec laquelle il a assuré la présidence du Comité. Cette tâche n'a pas toujours été facile et les Gouverneurs ont pu admirer, à nombre de reprises, la circonspection, le calme et l'impartialité dont a fait preuve le Président. M. Emminger remercie également M. Breen du travail qu'il a accompli en tant que Président des Suppléants et qui a grandement facilité l'accomplissement de la mission du Comité des Gouverneurs.

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

FEVRIER 1978

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des banques centrales participant à la concertation* et les interventions de celles-ci durant le mois de février et les premiers jours de mars 1978.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Les cours de change ont fluctué de manière très prononcée durant le mois de février. Pendant les deux premières semaines, le dollar EU s'était montré relativement stable vis-à-vis des monnaies du "serpent"; en termes de francs suisses cependant son cours avait accusé déjà une dépréciation notable.

Avec effet au 13 février, la couronne norvégienne, soumise à certaines pressions dans les marchés des changes depuis quelque temps, fit l'objet d'un ajustement de parité à l'issue d'une réunion, tenue le 10 à Copenhague, entre les Ministres et les Gouverneurs des pays participant à l'arrangement sur la limitation des fluctuations de change. Il y fut décidé de la dévaluer de 8% par rapport aux autres monnaies du "serpent".

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

Les causes fondamentales de la faiblesse du dollar ont persisté et ont été en même temps exacerbées par la prolongation de la grève des charbonnages.

Lundi 13 février, la pression sur le dollar EU s'est à nouveau développée entraînant la baisse de ses cours, en particulier en termes de francs suisses et de marks allemands. En réponse, le Federal Reserve System intervint par des ventes substantielles de marks allemands et quelques cessions de francs suisses, tandis que la Bundesbank et la Banque Nationale Suisse accroissaient leurs achats de dollars. Ces interventions ne réussirent pas à convaincre les marchés et le recul du dollar se poursuivit jour après jour pour atteindre ce qui, le 24 février, constitua temporairement un minimum historique.

A partir de la mi-février, la Banque du Japon intervint énergiquement à l'achat de dollars dans le marché de Tokyo.

Des achats d'intervention furent également effectués par la Banque Nationale de Belgique et la Nederlandsche Bank.

Après la clôture des marchés en Europe, le vendredi 24 février, les autorités suisses annoncèrent un nouvel ensemble de mesures destinées à freiner l'afflux de capitaux dans la Confédération. Le taux d'escompte de la Banque Nationale Suisse fut abaissé, à concurrence de $\frac{1}{2}\%$, au niveau jamais atteint de 1%; d'autre part, le montant des avoirs en francs suisses susceptible d'être détenu par les étrangers sans taux de pénalisation fut considérablement réduit. Annoncées au moment où apparaissait l'espoir d'une fin de la grève des mineurs aux Etats-Unis, ces mesures eurent pour effet d'entraîner un redressement du dollar de 1,7750 le vendredi 24 février à 1,85 FS/1 dollar (+4,25%) le lundi 27. A Francfort le dollar remonta de 2,0150 à 2,04 DM/ 1 dollar (+1,25%).

A cette dernière date fut annoncée, en outre, l'interdiction pour les étrangers d'acquérir des valeurs mobilières libellées en francs suisses. Cette mesure complémentaire raffermi encore le dollar à Zurich à 1,88 FS/ 1 dollar (+1 $\frac{5}{8}\%$).

L'apparente stabilisation des cours de change fut à nouveau troublée le dernier jour de février à la suite d'une déclaration du gouvernement allemand disant que les autorités n'avaient pas l'intention d'instaurer des mesures de contrôle des changes. Bien que cette information n'apportât rien de nouveau, la nervosité du marché était telle qu'elle entraîna une nouvelle vague de ventes de dollars à New York, à Tokyo et, le jour suivant, en Europe.

Finalement, le recul du dollar entre le début de février et le 1er mars atteignit 10% à Zurich, 5% à Francfort et, grâce à l'intervention énergique de la Banque du Japon, moins de 2% à Tokyo.

La livre sterling a évolué pratiquement en parallèle avec le dollar EU durant la période sous revue, la Bank of England procédant entre-temps à des interventions relativement peu importantes à l'achat comme à la vente.

Le franc français fut, au début du mois, l'objet d'une pression assez vive qui a donné lieu à un soutien substantiel de la part de la Banque de France. Par la suite cependant son cours se raffermi pour terminer, en termes de dollars, à moins de 1% en dessous du niveau noté fin janvier.

La lire italienne a progressé de 2% par rapport au dollar; les achats d'intervention de la Banca d'Italia dépassent légèrement les ventes.

Le franc belge et le florin néerlandais ont pu suivre l'évolution du mark allemand sans peine et les deux banques centrales respectives ont procédé simultanément à l'achat dans le marché de dollars et de marks allemands.

La couronne norvégienne qui, durant les dix premiers jours de février, avait occupé en permanence le bord inférieur du "serpent" et avait dû faire l'objet du soutien de la Norges Bank, a amélioré sa position après l'ajustement du 13 février; la Norges Bank s'est trouvée en mesure de racheter des dollars pour une somme non négligeable durant la seconde quinzaine.

La couronne danoise qui se trouvait initialement à parité avec le mark allemand fut affectée ensuite marginalement par l'affaiblissement du dollar et par la nervosité des marchés. Elle glissa progressivement vers la partie inférieure du "serpent", soutenue par des ventes relativement modérées de dollars et de marks allemands destinées essentiellement à prévenir des mouvements de change erratiques.

La couronne suédoise, sans intervention officielle nette importante, s'est raffermie de 3/4% environ vis-à-vis du dollar.

Le dollar canadien a été soutenu régulièrement, parfois pour des montants considérables, par la Banque du Canada. Son cours accuse cependant, à l'issue du mois de février, un recul voisin de 3/4% par rapport au dollar EU.

II. INTERVENTIONS AU MOYEN DU DOLLAR

Les volumes globaux d'intervention en dollars ont à nouveau été élevés: les achats atteignent ensemble plus de 6,9 milliards de dollars, les ventes environ 4,7 milliards de dollars.

La Bundesbank et la Banque Nationale Suisse ont été acheteurs pratiquement chaque jour de montants de moyenne importance. Le total de ces interventions, effectuées parallèlement au soutien apporté régulièrement au dollar par les autorités américaines, a été substantiel.

Dans la seconde moitié du mois, la Banque du Japon a procédé à des achats parfois massifs de dollars: leur total est finalement très élevé.

Les banques centrales de Belgique, des Pays-Bas et de Norvège ont acquis des sommes d'importance moyenne, tandis que les achats et les ventes de la Banca d'Italia et de la Sveriges Riksbank se sont finalement, pour chacune d'elles, compensés à peu de chose près. La Banque de France, la Banque du Canada et, pour un montant beaucoup plus faible, la Danmarks Nationalbank et la Bank of England furent vendeurs net de dollars afin de soutenir leur propre monnaie: en complément, la Banque de France et la Danmarks Nationalbank ont utilisé des marks allemands afin d'éviter une contribution supplémentaire, fût-elle marginale, à la faiblesse du dollar.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Dans le "serpent", aucune intervention aux limites n'a été nécessaire.

A plusieurs reprises, la Danmarks Nationalbank a vendu des marks allemands à l'intérieur de la marge; les banques centrales de Belgique et des Pays-Bas furent, au contraire, en mesure de racheter des marks allemands qui furent affectés à l'amortissement de leur dette envers le Fonds européen de coopération monétaire.

La Banque de France a procédé à quelques ventes peu importantes de marks allemands dans le cadre des opérations de soutien du franc.

L'ensemble de ces interventions dégage un achat net de marks équivalant à \$160 millions environ.

* * *

Pendant les dix premiers jours de mars, le dollar EU s'est affaibli à Tokio, tandis qu'à Francfort, il a eu tendance à se stabiliser, puis s'est assez nettement redressé quand la nouvelle s'est répandue que le Président Carter et le Chancelier Schmidt avaient eu le 9 mars un entretien téléphonique, et étaient convenus que de hauts fonctionnaires des deux pays se mettraient en rapport durant le week-end 11 et 12 mars pour discuter des mesures propres à ramener un certain ordre sur les marchés.

En Suisse, l'effet des mesures rigoureuses prises par les autorités pour empêcher la ruée des capitaux étrangers sur le franc suisse et encourager les sorties de fonds a commencé à se faire sentir assez fortement sur les marchés des changes dès la première semaine de mars; par la suite, le dollar a progressé par bonds successifs, atteignant le 10 mars un niveau voisin de 1,97 FS à la clôture du marché, alors que le premier jour du même mois, il avait touché en début de matinée un creux de 1,77 FS environ. Cette vive amélioration de 11% environ en dix jours a presque ramené le cours de change du dollar à Zurich à son niveau de début février.

Tandis que la Bundesbank et la Banque Nationale Suisse ne sont intervenues que modestement pour soutenir la monnaie américaine, la Banque du Japon a effectué d'importants achats de dollars à cette fin à Tokio, et la Federal Reserve Bank a vendu des yens à New York pour le compte de la Banque du Japon. Les achats de dollars auxquels la Banque du Japon a procédé durant les premiers jours de mars ont atteint à nouveau un montant total important. Cette action énergique a permis de limiter la baisse du dollar à Tokio à environ $1\frac{1}{2}\%$ pendant la période sous revue.

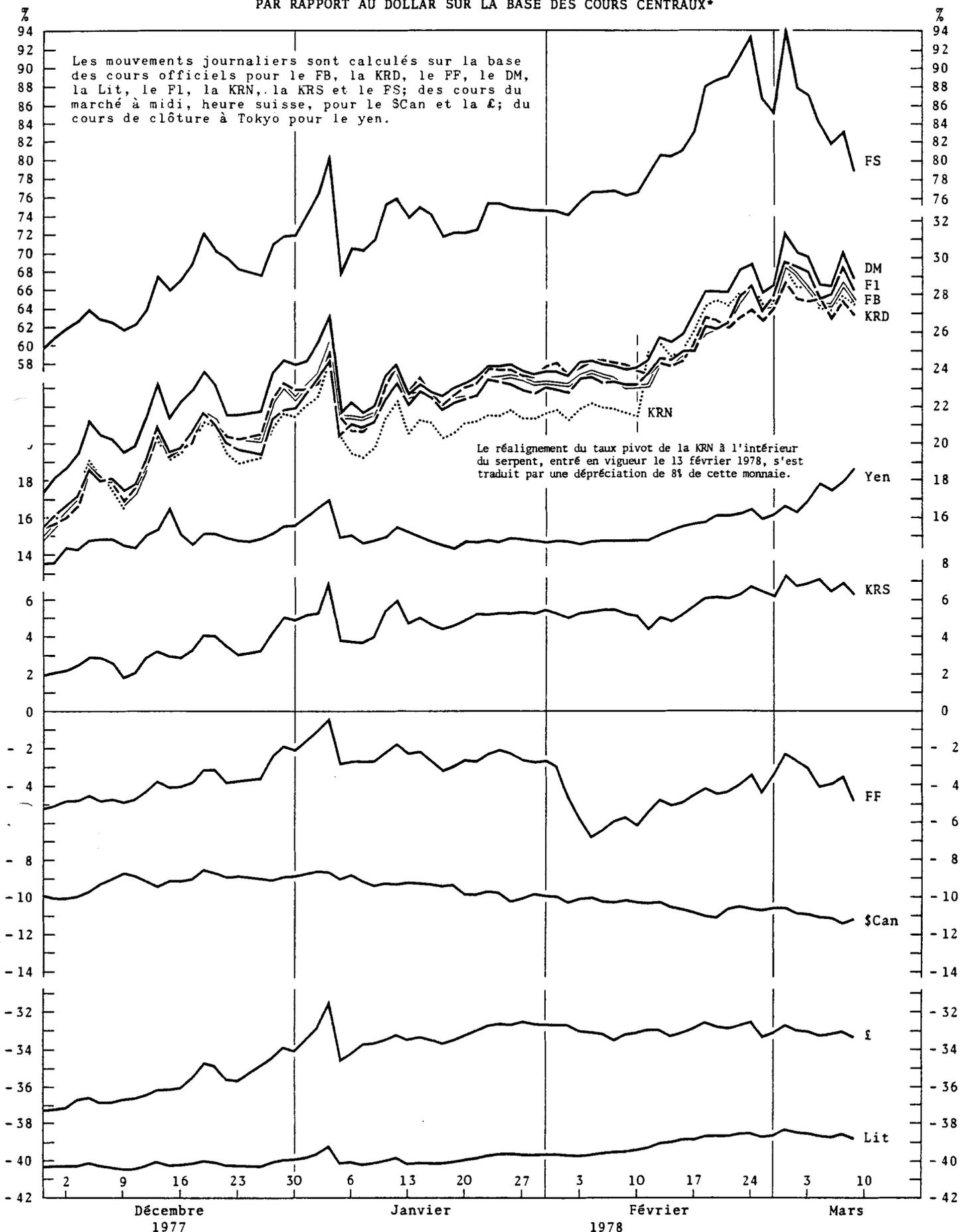
Il ne s'est produit aucune intervention de la Federal Reserve Bank en deutsche marks ou en francs suisses.

La tenue du franc français sur les marchés des changes a continué de se ressentir des appréhensions sur le résultat des élections. La Banque de France a poursuivi ses opérations de soutien, mais le franc a perdu près de 3% de sa valeur contre le dollar EU pendant les dix premiers jours du mois.

Le comportement du "serpent" n'a pas posé de problème particulier pendant ces premiers jours de mars, et les positions relatives des monnaies participantes sont restées plus ou moins les mêmes qu'au début du mois, le deutsche mark venant en tête, suivi du florin néerlandais, du franc belge, de la couronne norvégienne et de la couronne danoise. L'écart entre le deutsche mark et la couronne danoise pendant la période considérée a varié entre 1 et $1\frac{1}{2}\%$.

Le dollar canadien a continué d'être soumis à une certaine pression, mais il s'est raffermi quand la Banque du Canada a relevé le taux d'escompte le 9 mars; la Banque du Canada a été en mesure, de ce fait, de récupérer une partie des fonds utilisés pour intervenir pendant les premiers jours du mois.

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



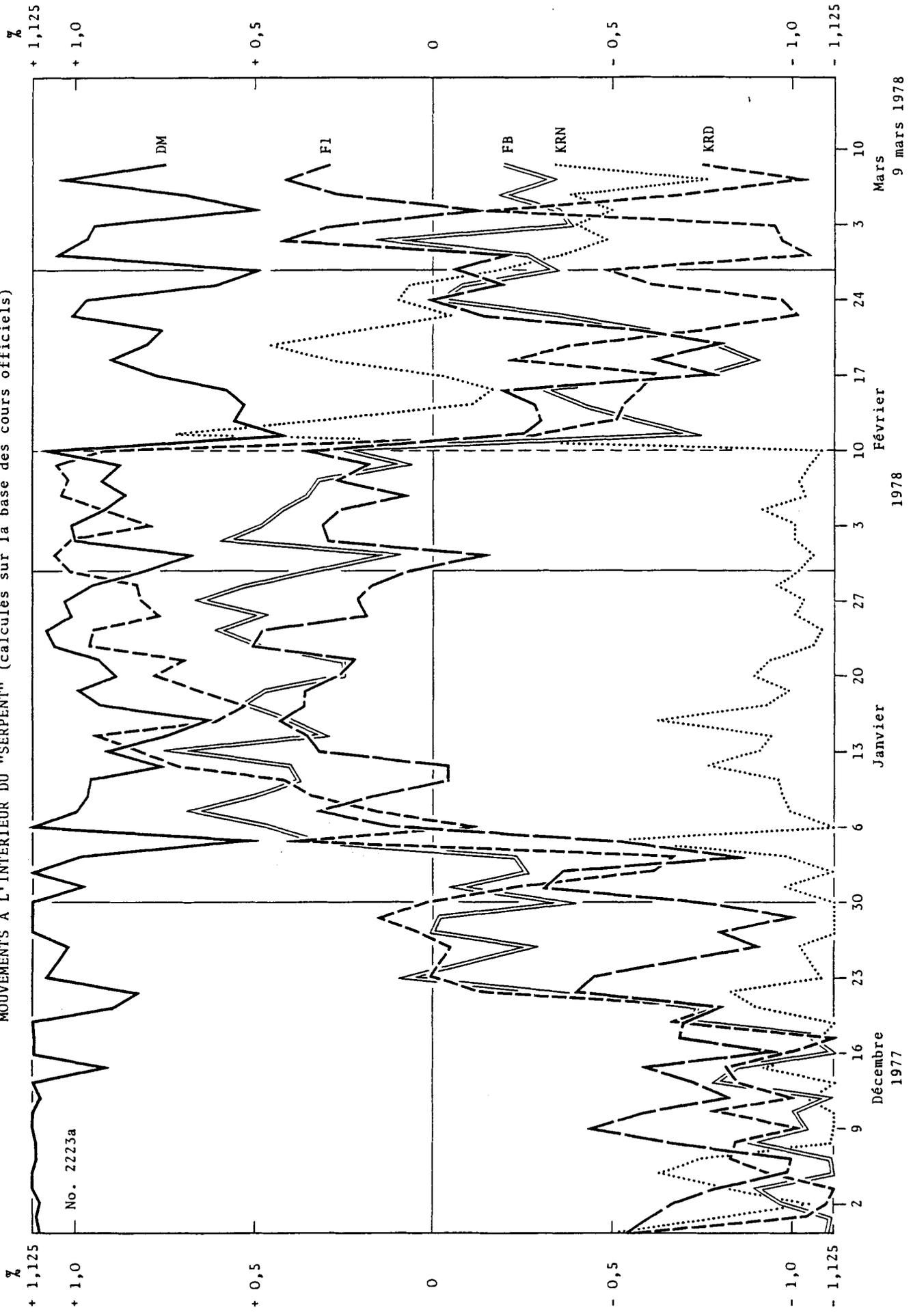
* Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; FF 4,60414; F1 2,78118.

* Théoriques, 1 dollar EU =
KR 7,10121; DM 2,6167; Lit 523,35;
Yen 277,20; KRN 6,24373 (KRN 6,78666
à partir du 13.2.1978); KRS 4,90;
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

9 mars 1978

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

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



Le réalignement du taux pivot de la KRN à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 13 février 1978, s'est traduit par une dépréciation de 8% de cette monnaie.