

PROCES-VERBAL\*  
DE LA CENT-VINGTIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 11 AVRIL 1978 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. de Strycker, accompagné par MM. Janson et Vanden Branden; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl et Rieke; 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. Szász et de Beaufort Wijnhold; M. McMahon, Directeur à la Bank of England, accompagné par M. Balfour; assistent en outre le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Mosca, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Morelli; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; le Président du groupe d'experts, M. Heyvaert. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que M. Lamfalussy.

I. Approbation du procès-verbal de la 119e 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 119e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 9 mai 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 mars et des premiers jours d'avril 1978: 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 brièvement les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal.

M. McMahon précise que contrairement à l'impression donnée par les chiffres nets d'intervention, la Bank of England s'est en fait fortement opposée à la baisse de la livre sterling. En effet, le chiffre net de 300 millions de dollars, pour mars, représente le solde entre les modestes achats effectués vers le début du mois et des ventes plus importantes à la fin du mois qui, si l'on tient compte aussi des ventes effectuées au début d'avril, ont atteint près d'un milliard de dollars.

B. 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, rapport qui comme d'habitude sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. Echange de vues sur les points à l'ordre du jour des réunions monétaires internationales de Mexico de fin avril

Le Président rappelle au Comité les points à l'ordre du jour de la prochaine réunion du Comité intérimaire qui aura lieu à Mexico fin avril. Il constate que les Gouverneurs n'ont aucune remarque ou observation à formuler à ce sujet.

IV. Analyse de la 108e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

Le Président indique que pour ce point de l'ordre du jour, les Gouverneurs disposent non seulement des documents de travail mais aussi de plusieurs autres documents ou informations; il propose au Comité de se pencher plus particulièrement sur:

- l'état des travaux des Suppléants sur la question de l'union économique et monétaire,
- la note de réflexion de la présidence sur les possibilités de réaliser une meilleure convergence des politiques de change dans la Communauté, note qui a été établie avant le Conseil européen de Copenhague,
- les conclusions dégagées lors de ce Conseil et sur lesquelles M. Mosca ou certains Gouverneurs pourraient peut-être donner quelques informations,
- la note établie par le Professeur Lamfalussy sur la balance des paiements des Etats-Unis, le dollar et l'Europe.

M. Janson rappelle qu'une partie du mandat que le Comité des Gouverneurs a confié aux Suppléants en janvier dernier a été déjà exécutée sous la forme d'un rapport sur l'amélioration de la coordination des politiques économiques nationales; ce rapport a été adopté le 14 mars 1978 par le Comité et a été ensuite transmis au Conseil des Communautés européennes. La seconde partie du mandat pour laquelle les Suppléants avaient demandé un report concerne les propositions que la Commission a présentées au sujet de l'union économique et monétaire dans deux documents: la communication en date du 17 novembre 1977 sur les perspectives d'union économique et monétaire, et la communication datée du 15 février sur le programme d'action 1978. Bien que ces deux documents couvrent un large éventail de problèmes, les Suppléants ont estimé utile de se concentrer sur un aspect qui est d'importance primordiale dans les circonstances actuelles, à savoir les possibilités d'assurer une meilleure stabilité des relations de change entre les monnaies communautaires. L'opportunité de cette approche, qui a recueilli l'assentiment du représentant de la Commission, s'est confirmée à la lumière des conclusions dégagées à Copenhague. Dans la mesure où le Comité des Gouverneurs souhaiterait présenter un rapport sur ce sujet avant la prochaine réunion du Conseil européen au début de juillet, il faudrait prévoir que le Comité tienne en juin, malgré l'Assemblée générale de la BRI, une séance de longueur suffisante et que d'ici juin des réunions spéciales aient lieu au niveau des Suppléants et des experts.

En ce qui concerne le problème de fond, il est à signaler que les Suppléants se sont penchés, lors de leur réunion de lundi, sur trois documents: la note de la présidence, un document établi par la Commission et le

Communiqué de presse du Conseil européen. Ce dernier ne fait cependant pas ressortir clairement le contenu exact des débats de Copenhague et il serait utile d'obtenir des renseignements plus précis. En effet, étant donné les brefs délais, il serait regrettable que les Suppléants s'engagent dans des voies qui ne seraient pas nécessairement celles qui ont été envisagées par les Chefs d'Etat et de gouvernement.

M. Mosca indique que ni M. Ortoli ni lui-même n'ont assisté à la discussion sur les problèmes monétaires. Selon le rapport de M. Jenkins, la discussion a porté principalement sur les objectifs à atteindre. Il se serait dégagé un consensus pour une plus grande stabilité des relations de change entre les monnaies communautaires et pour étudier les moyens de réaliser cet objectif. Parmi les moyens, on a évoqué l'emploi accru de l'unité de compte européenne du type panier, et un renforcement des moyens à la disposition du FECOM. Le nouveau système de change devrait réunir toutes les monnaies communautaires, en évitant d'imposer des contraintes trop rigides et sans entraver le fonctionnement du "serpent", lequel serait maintenu.

M. Janson ajoute que tout en espérant obtenir, ultérieurement, des éclaircissements sur le Conseil européen de Copenhague, les Suppléants ont estimé possible d'entreprendre dès à présent, sur la base des documents existants, des travaux visant à clarifier les trois questions ci-après:

- quels sont les objectifs que les pays membres de la CEE, notamment ceux hors du "serpent", souhaitent poursuivre en matière de politique de change?
- quels sont les instruments qui paraissent nécessaires pour atteindre ces objectifs et, en particulier, pour les rapprocher?
- quels sont les mécanismes de crédit qui permettraient de mettre en oeuvre ces politiques de change?

Ces travaux devraient dégager les différentes vues des Etats membres et devraient aussi comporter une analyse des propositions de la présidence et de la Commission, destinée notamment à déterminer dans quelle mesure les deux approches présentent des points communs et des points de divergence.

Avant d'entamer ces études, les Suppléants sont tous d'accord pour penser que tout système visant à une plus grande cohésion des monnaies communautaires ne pourra avoir d'effet significatif et durable qu'à la double condition:

- d'assurer une meilleure convergence des politiques économiques des Etats membres,
- de mener une action concertée sur le plan mondial à l'égard du dollar, l'Europe, et a fortiori l'Allemagne seule, n'étant pas en mesure de supporter tout le poids de la politique dollar.

Le Président invite les membres du Comité à formuler leurs remarques sur l'approche proposée par les Suppléants.

M. Mosca fait observer que le Communiqué de presse publié à l'issue de la session du Conseil européen a été délibérément imprécis au sujet des problèmes monétaires, car il s'agissait d'éviter des remous sur les marchés des changes. Il est évident néanmoins que le Conseil européen veut aller de l'avant et que, par conséquent, les études à entreprendre par les Suppléants ne devaient pas être statiques et se limiter aux faits, mais devraient plutôt revêtir un caractère évolutif et avoir pour objectif la recherche d'un système de change dans la CEE meilleur que l'actuel.

Le Président pense qu'il est peu aisé, à ce stade, en l'absence d'informations plus complètes sur le Conseil européen, de donner des instructions plus précises aux Suppléants. Il conviendrait, en effet, de savoir si la mention d'une "stabilité monétaire accrue" dans le Communiqué de presse n'est qu'un simple vœu adressé à chaque Etat membre, ou si elle signifie que les Chefs d'Etat et de gouvernement se sont mis d'accord pour que les politiques de change des pays individuels soient soumises à certaines règles communes. Il suggère donc que chaque Gouverneur interroge ses autorités nationales pour mieux connaître leurs intentions dans ce domaine. Le Comité pourra ensuite voir les directives à donner aux Suppléants.

La seconde question soulevée par les Suppléants est liée à la première. Il s'agit en effet de préciser quel est le concours mutuel - ou l'extension des facilités existantes - que les pays de la CEE sont disposés à mettre sur pied en vue de faciliter l'adoption et l'application de certaines règles ou normes de comportement en matière de politique de change. Pour ce domaine, il conviendrait également de définir une directive générale à partir de laquelle les Suppléants pourraient élaborer quelques suggestions.

M. Clappier partage les préoccupations exprimées par le Président. Il a l'impression que les Chefs d'Etat et de gouvernement des pays de la CEE souhaitent véritablement que de grands efforts soient faits pour

établir en Europe une zone de stabilité monétaire; il s'agit d'un objectif ambitieux, vague mais louable dont on ne peut que se féliciter. Il est cependant douteux que des orientations très précises soient données par les autorités nationales. Si cette analyse est correcte, il appartiendra aux Gouverneurs de préciser les engagements à prendre en matière de gestion des monnaies, afin que cette stabilité monétaire accrue soit réalisée. Même si une telle étude court le risque de subir le même sort que les travaux entrepris à la suite du Sommet de La Haye de 1969, il convient d'explorer les voies et les moyens pour instaurer assez rapidement la discipline de la balance des paiements qui a été perdue de vue par certains pays depuis quelques années.

M. Murray pense que les différents Chefs de gouvernement ont peut-être rapporté des vues très différentes du Sommet de Copenhague et qu'il serait donc préférable d'interroger une personnalité unique et non nationale comme le Président de la Commission, afin d'obtenir les éclaircissements qui sont nécessaires pour les travaux que les banques centrales comptent entreprendre.

M. Mosca souligne que la Commission a déjà présenté certaines idées avant la réunion de Copenhague, idées qui semblent correspondre largement aux orientations dégagées par le Conseil européen. On pourrait donc entamer les travaux sur la base des propositions de la Commission. M. Mosca est prêt à transmettre à M. Jenkins le souhait exprimé par M. Murray, mais il exprime des doutes sur l'opportunité de cette démarche, étant donné le caractère confidentiel que les débats des Chefs d'Etat et de gouvernement ont revêtu à Copenhague.

M. Emminger appuie l'idée de M. Clappier et suggère de ne pas attendre des précisions de la part des Chefs d'Etat et de gouvernement. Etant donné le court laps de temps jusqu'à la prochaine réunion du Conseil européen, début juillet, il faut commencer dès à présent les travaux, d'abord au niveau des Suppléants, ensuite à celui des Gouverneurs, à partir des éléments dont on dispose. A cet égard, le document de la Commission doit être retenu sans constituer cependant l'élément de base unique, et les deux conditions dégagées et déjà présentées par les Suppléants devraient également entrer en ligne de compte.

En outre, il semble utile que le Comité procède aujourd'hui à un échange de vues sur certaines questions générales, qui pourrait servir de

point de départ aux Suppléants. Il s'agit essentiellement des deux questions suivantes:

- Dans toutes les propositions apparaît l'idée commune, qu'on devrait prévoir, pour les monnaies flottantes, certaines règles de comportement qui établiraient une sorte de rapport d'association entre ces monnaies et celles du "serpent". Selon une proposition, par exemple, les monnaies flottantes s'orienteraient, dans une phase intermédiaire, d'après un axe défini en termes d'un panier DM/\$. Est-ce qu'une telle solution semble réaliste et réalisable aux Gouverneurs des banques centrales en cause?
- La seconde principale question porte sur l'idée, souvent avancée, selon laquelle la politique de change à l'égard du dollar EU devrait être "définie". Une telle idée qui devrait être précisée par ceux qui la présentent, intéresse particulièrement la Bundesbank étant donné que sa monnaie occupe "de facto" une sorte de position-clé en ce qui concerne les interventions à l'égard du dollar EU. Il conviendrait en outre d'examiner de plus près la notion d'attitude mondiale à l'égard du dollar, question qui est d'ailleurs soulevée indirectement par l'excellente note établie par M. Lamfalussy.

Le Président invite les Gouverneurs des banques centrales dont la monnaie flotte, à se prononcer sur la question de savoir si une règle de comportement telle qu'elle a été proposée par exemple dans la note de la présidence, leur semble concevable pour un avenir plus ou moins proche.

M. Clappier fait remarquer que les banques centrales non membres du "serpent" s'efforcent en général de suivre une ligne médiane entre le dollar et les monnaies du "serpent", et cela est vrai notamment pour le franc français. Toutefois, il peut y avoir des circonstances qui forcent les autorités monétaires à s'écarter de cette ligne. Par exemple, dans le cas particulier de la pression spéculative qui a pesé sur le franc français en février et mars 1978, le maintien de cette orientation aurait nécessité la mise en jeu de moyens considérables (peut-être 4, 5 ou 6 milliards de dollars). Les autorités n'étaient pas convaincues de l'utilité d'une telle action et leur politique a consisté à laisser glisser le franc français de manière contrôlée. L'évolution ultérieure des cours du franc français, qui a regagné son niveau de début février, a confirmé le bien-fondé de la tactique adoptée.

Les deux autres pays à monnaie flottante devraient se trouver dans une situation analogue à celle de la France et on pourrait se demander s'il est utile de prévoir la mise en oeuvre d'importantes interventions aussi longtemps qu'on n'a pas établi dans ces pays les conditions économiques générales rendant crédible le rattachement de plus en plus étroit de leurs monnaies à celles du "serpent". D'une manière générale, la question est donc de savoir s'il faut d'abord, en priorité, chercher des techniques s'efforçant de rapprocher progressivement les monnaies flottantes du "serpent" ou s'il ne convient pas plutôt de s'attaquer en premier lieu aux moyens permettant de lier progressivement les unes aux autres les politiques économiques et monétaires des pays de la CEE.

M. Baffi fait observer que le fondement économique de la formation d'une zone monétaire doit être recherché dans le degré d'intégration commerciale des Etats membres entre eux. Pour l'Italie, cette intégration est la plus forte avec l'Allemagne; or, on n'a pas réussi à stabiliser le taux de la lire par rapport au deutsche mark, par suite de divers facteurs qui échappent au contrôle des autorités italiennes et qui ne peuvent pas être changés dans l'immédiat. Le fondement économique d'un second "serpent" entre le franc français, la livre sterling et la lire italienne, n'existe pas car les propensions à l'inflation changent dans le temps et ne fournissent pas une donnée stable pour former une union économique et monétaire. Le maintien d'une ligne médiane entre le dollar et le deutsche mark a été réalisé pendant certaines périodes mais il n'est guère concevable d'une manière durable dans un pays comme l'Italie où le taux d'inflation est commandé par la dynamique des salaires et l'évolution des finances publiques.

Actuellement, les cours de la lire italienne suivent davantage ceux du dollar que ceux des monnaies du "serpent", mais cette situation pourrait connaître un changement du fait que le taux d'inflation en Italie reste supérieur à celui aux Etats-Unis et que l'écart entre les deux pays dans le cycle conjoncturel devrait se rétrécir, étant donné que l'Italie est en train de s'engager dans une politique d'expansion modérée.

En ce qui concerne les moyens d'intervention, il faut noter qu'ils sont limités et que les réserves de l'Italie sont entièrement empruntées. En outre, au cours des négociations avec le Fonds monétaire international, il est apparu que cette institution a une attitude très réticente à l'égard

d'une politique d'intervention allant contre les tendances fondamentales. Le FMI reconnaît néanmoins la nécessité d'atténuer les mouvements des taux de change dus aux facteurs saisonniers ou accidentels, nécessité qui est d'autant plus grande en Italie qu'avec le degré d'indexation de l'économie de tels mouvements risqueraient de déclencher à nouveau la spirale des dépréciations externe et interne.

M. McMahon présente quelques remarques, à titre personnel.

A la lumière de l'expérience faite en 1976, le Royaume-Uni s'intéresse vivement à une stabilité des taux de change et le niveau actuel des réserves extérieures permet de réaliser une certaine stabilité des cours de la livre sterling par rapport à la fois aux monnaies du "serpent" et au dollar. Il existe toutefois une différence importante entre le fait d'observer que les cours de la livre sterling (ou du franc français) suivent une ligne plus ou moins proche du dollar ou du "serpent", et le fait de s'engager à suivre une telle ligne; même si l'engagement n'était pris que de manière implicite et n'était pas connu du marché, il constituerait déjà un grand pas en avant.

Le Royaume-Uni est extrêmement intéressé par l'évolution du système monétaire international. Les questions évoquées par M. Emminger devraient être examinées dans leur ensemble. Il serait notamment peu sage de vouloir établir un système de change sur le plan intracommunautaire sans prendre en considération le problème du dollar et les relations avec cette monnaie. Il serait par exemple peu indiqué d'essayer d'obtenir une plus grande stabilité monétaire dans la CEE au prix d'une crise accrue du dollar. On peut douter également, comme M. Baffi, de l'utilité d'une sorte de second "serpent", moins rigoureux et plus ou moins étroitement lié au premier "serpent", bien qu'une telle formule puisse être une solution ultérieure.

M. McMahon propose donc de ne pas se limiter à l'examen de certaines règles de comportement et d'examiner plutôt les questions liées aux arrangements d'interventions, de crédit et de règlement dans leur ensemble, en vue notamment d'éviter que d'éventuelles actions n'exacerbent le problème du dollar et n'aient donc que des effets éphémères.

M. Hoffmeyer fait remarquer qu'il y a quatre monnaies flottantes au sein de la Communauté, c'est-à-dire le deutsche mark, le franc français, la lire italienne et la livre sterling. Selon le sentiment qu'il a recueilli, il semble qu'on se soit mis d'accord à Copenhague sur l'idée qu'une plus grande stabilité ne peut être réalisée que si tous les quatre pays concernés (et non seulement les trois qui ne sont pas membres

du "serpent") s'engagent à stabiliser les taux de leurs monnaies, par exemple vis-à-vis de l'UCE. En vue d'arriver à cet objectif, on semble avoir songé à un emploi accru de l'UCE, au renforcement des ressources du FECOM et même à la possibilité d'interventions par ce dernier.

M. Hoffmeyer se demande si les Chefs d'Etat et de gouvernement ont vraiment demandé un rapport pour leur prochain Conseil européen de juillet.

M. Mosca indique que le Communiqué de presse ne laisse pas de doute sur ce mandat; les Chefs d'Etat et de gouvernement attendent des propositions concrètes.

Le Président suggère d'aborder le problème du dollar et son impact sur l'Europe. Il invite M. Lamfalussy à présenter brièvement au Comité sa note.\*

M. Lamfalussy indique que si l'on regarde l'histoire des tentatives d'intégration monétaire dans la Communauté, on constate que la faiblesse du dollar a joué régulièrement un rôle destructeur. Les échecs de ces tentatives tiennent certes aux divergences entre les Etats membres, mais ces divergences ont été exacerbées par la faiblesse du dollar qui produit des effets différenciés sur les économies européennes. On peut donc se demander s'il est utile d'entamer une nouvelle discussion sur la stabilisation des relations de change intracommunautaires sans que le problème du dollar ait été préalablement résolu. Il semble manifeste qu'aucun arrangement technique de change ne pourra compenser les différences en matière de taux d'inflation et de politiques économiques qui persisteront encore malgré les efforts de coordination entre les Etats membres et qui seraient une fois de plus exacerbées dans le cas d'un nouvel accès de faiblesse du dollar.

En ce qui concerne l'évolution future du dollar, il est à noter d'une part, que les prévisions concordent sur la persistance d'un déficit en compte courant du même ordre pour l'ensemble de 1978 que pour 1977, bien que certains prévoient un début de fléchissement du déficit vers la fin de l'année; d'autre part, que les perspectives pour le financement de ce déficit en compte courant au taux de change actuel ne sont pas non plus très favorables: la confiance dans la stabilité du dollar est fortement ébranlée. Certains pays arabes et certaines banques centrales non européennes semblent avoir commencé à diversifier leurs avoirs en dollars si l'on en

---

\* Il s'agit de la note de M. Lamfalussy en date du 4 avril 1978, intitulée "La balance des paiements des Etats-Unis, le dollar et l'Europe".

juge par les résultats de la statistique du troisième trimestre sur le marché d'euro-dollar (celle du quatrième trimestre n'est pas encore établie) et de certains rapports.

Dans le cas où le déficit courant américain ne pourrait pas être financé au taux de change actuel du dollar, les tensions se manifesteront principalement sur les monnaies fortes, c'est-à-dire le yen, le franc suisse, le deutsche mark et les partenaires du "serpent".

Plusieurs raisons peuvent être évoquées pour expliquer cette évolution probable: l'extrapolation, par les opérateurs, des tendances du passé; le maintien du surplus en opérations courantes de ces pays; leur performance remarquable en matière de taux d'inflation. Ces facteurs pourraient l'emporter sur le différentiel des taux d'intérêt, sur la constatation que ces monnaies européennes sont déjà probablement toutes surévaluées par rapport au dollar, et sur l'effet de la surévaluation sur la balance des paiements des pays en cause.

Comme M. Clappier l'a dit, les pays de la CEE à monnaie flottante pourraient poursuivre une ligne médiane entre le dollar et le deutsche mark, ce qui leur permettrait de sauvegarder l'avantage compétitif acquis vis-à-vis des pays du "serpent", tout en retirant quelques avantages anti-inflationnistes de leur appréciation vis-à-vis du dollar. Il en résulterait, pour les monnaies du "serpent", une appréciation en taux effectif plus forte que la seule appréciation vis-à-vis du dollar. Or, une telle évolution qui affecte directement les investissements et donc le taux de croissance des pays à monnaie forte, serait manifestement préoccupante, non seulement pour ces pays mais aussi pour le reste du monde.

En toute hypothèse, la persistance de la faiblesse du dollar serait susceptible de créer un désordre général sur les marchés des changes, car on ne conçoit pas que la dépréciation persistante d'une monnaie aussi largement détenue dans le monde entier puisse être "ordonnée"; si l'on en juge notamment par les événements qui se sont produits dans le passé pour la livre sterling.

En ce qui concerne les mesures à prendre en vue d'éviter que ne se produise un nouveau fléchissement du dollar, M. Lamfalussy rappelle les questions qui se posent, questions qu'il a présentées dans sa note sous le point III, 3.

Le Président remercie M. Lamfalussy de son exposé qui a fait apparaître clairement que la question de la stabilité monétaire intra-communautaire est considérablement compliquée par la faiblesse du dollar. Il faut donc réfléchir sur les possibilités dont les pays européens disposent pour éviter une nouvelle dépréciation du dollar.

M. Emminger pense que le tableau tracé par M. Lamfalussy est peu encourageant mais que, même si l'on est plus optimiste, les circonstances ne permettent pas de prendre un engagement direct ou indirect d'intervenir à l'égard du dollar. Si les dangers évoqués par M. Lamfalussy sont réels, toute fixation d'un cours de change par rapport au dollar risquerait d'être annihilée par une crise. Le respect d'un engagement exigerait la mise en oeuvre d'énormes moyens d'intervention par les pays européens, dont les conséquences sur la politique monétaire interne de ces pays seraient d'ailleurs identiques si les Etats-Unis intervenaient eux-mêmes.

On pourrait donc envisager de se concerter, par exemple au sein du Comité des Gouverneurs, sur certains principes de la politique d'intervention, mais sans prendre d'engagement, notamment à l'égard du niveau d'un cours communautaire du dollar.

Au sujet de la remarque faite par M. Hoffmeyer sur la stabilisation des taux de change des quatre monnaies flottantes de la CEE par rapport à l'UCE, M. Emminger se demande comment un tel lien pourrait être formulé et souligne qu'un engagement même indirect vis-à-vis du dollar ne pourrait être accepté à travers cette formule, car cela signifierait que les pays européens devraient financer le déficit courant des Etats-Unis.

Enfin, M. Emminger pense qu'il faudrait éviter d'encourager la détention des réserves en d'autres monnaies ou unités de compte que le dollar. Les réserves extérieures officielles détenues en dollars s'élèvent à plus de 180 milliards de dollars; une diversification de 10% seulement signifierait que l'offre déjà abondante de dollars sur le marché des changes augmenterait de 18 milliards de dollars. Il convient donc de mettre en garde contre les dangers d'un débat relatif à la création de nouvelles monnaies de réserve, débat qui, dans les circonstances actuelles, pourrait aller à l'encontre de l'intérêt qu'ont les pays européens à ce que le dollar ait un cours réaliste.

M. Hoffmeyer précise que l'établissement d'un lien entre les monnaies européennes et l'UCE n'implique aucun lien avec le dollar, ce dernier n'étant pas un élément du panier par lequel l'UCE est définie.

Le Président partage les soucis exprimés par MM. Lamfalussy et Emminger concernant l'avenir du dollar et les relations de change entre celui-ci et les monnaies fortes européennes. Il se demande quelles seraient les mesures que les pays européens, et notamment l'Allemagne, pourraient entreprendre en vue d'éviter que l'écart entre le dollar et les monnaies du "serpent" ne se creuse davantage.

M. Emminger fait les remarques suivantes:

- Il reconnaît la nécessité de rapprocher les taux de croissance aux Etats-Unis et en Europe. Les perspectives en cette matière sont relativement favorables; d'une part, la croissance ne se poursuivra pas aux Etats-Unis au taux observé en 1977, d'autre part, l'Allemagne a entrepris tous les efforts possibles en vue d'accélérer le rythme de l'activité économique, et il ne serait pas raisonnable d'adopter de nouvelles mesures.
- En ce qui concerne une augmentation nouvelle du différentiel de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Europe, l'Allemagne est déjà allée dans ce domaine à l'extrême limite. Il y a cependant plusieurs signes qui annoncent une hausse modérée des taux américains. Le différentiel actuel devrait être suffisant pour entraîner un renversement des flux de capitaux si la confiance était rétablie.
- L'Allemagne fédérale fait tout pour encourager les exportations de capitaux. Dans des circonstances normales, ces sorties de capitaux compensent largement l'excédent en compte courant.

M. Emminger souligne que, du côté allemand, tout effort possible est et a été entrepris pour atténuer les difficultés actuelles qui sont dues à la perte de confiance dans le dollar. Il conclut en félicitant M. Lamfalussy pour la manière brillante avec laquelle il a exposé le problème du dollar.

M. McMahan pense que plusieurs facteurs autorisent un certain optimisme en ce qui concerne les perspectives à court terme: relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis, fléchissement du taux de croissance réelle, volonté plus déterminée manifestée par les autorités américaines de défendre leur monnaie.

En ce qui concerne les perspectives à plus long terme, M. McMahon partage le pessimisme exprimé par M. Lamfalussy. Même si le dollar devait se raffermir, il restera le problème d'un déséquilibre profond dans la composition des réserves internationales qui sont en dollars à concurrence de 90%. En effet, il sera difficile de convaincre les autorités américaines d'orienter leur politique de telle manière que les autres pays soient amenés à maintenir inchangée la composante dollar de leurs réserves. On constate déjà depuis plusieurs mois que les nouvelles recettes des pays de l'OPEP sont investies, dans une mesure accrue, dans des monnaies autres que le dollar. Les statistiques encore provisoires établies par la Bank of England pour le quatrième trimestre de 1977 ont même fait ressortir une diminution des dépôts bancaires en dollars de ces pays, mouvement qui, s'il se confirmait, constituerait un tournant historique.

M. McMahon conclut en disant qu'il est important d'éviter toute action pouvant accélérer le déplacement vers des monnaies autres que le dollar, mais qu'il faudrait aller au-delà et réfléchir, dans les mois à venir, aux possibilités de faire face à ce mouvement d'ajustement d'une composition déséquilibrée des liquidités internationales.

Le Président pense que les Suppléants doivent tenir compte du problème du dollar dans leurs travaux. L'instabilité probable de cette monnaie compliquera la réalisation d'une cohésion monétaire dans la CEE mais ne doit faire aboutir à la conclusion que tout progrès dans cette voie est exclu. Les Suppléants devraient donc rechercher des formules réalistes de progrès vers la cohésion des monnaies communautaires en partant de l'idée que le dollar sera instable mais que si la relation dollar-deutsche mark devenait plus stable, le problème au sein de la Communauté se trouverait d'autant réduit.

M. Mosca indique que les dernières propositions faites par la Commission sur les relations de change intracommunautaires ne constituent qu'un volet d'une action d'ensemble plus vaste qui se fonde sur le principe que toute mesure dans le domaine des changes doit être soutenue par des progrès dans la coordination et la cohérence des politiques économiques nationales. L'exercice vise également une croissance plus forte dans l'ensemble de la Communauté par une action concertée qui élargirait la marge de manoeuvre pour chacun des pays communautaires, y compris l'Allemagne.

Il est vrai que le problème du dollar complique la tâche d'établir une meilleure cohésion entre les monnaies communautaires, mais en même temps il rend encore plus nécessaire la réalisation de cet objectif. Si les Etats membres arrivent à adopter une attitude commune à l'égard des problèmes monétaires, de croissance et d'énergie, il se trouveront dans une position plus forte pour obtenir la collaboration indispensable des Etats-Unis. Ce raisonnement a trouvé également une certaine résonance à Copenhague.

Même si les politiques économiques nationales vont dans la juste direction, les cours des monnaies peuvent connaître des mouvements qui ne sont pas justifiés par les tendances sous-jacentes, et qui compliquent la gestion des politiques économiques nationales et la coordination de ces politiques. Les propositions de la Commission visant à contrecarrer ces mouvements sont très modestes; elles s'inspirent du Plan Duisenberg et des nouvelles idées belges et ne portent pas atteinte au "serpent". Leur objectif, confirmé par le sommet de Copenhague, est de réunir toutes les monnaies communautaires dans un mécanisme de change qui, au stade initial, ne comporterait pas d'obligation positive d'intervenir ou de modifier la politique monétaire interne, mais seulement une obligation de s'abstenir de toute action susceptible de nuire à la préservation des zones-cibles, lesquelles seraient définies en termes de taux de change effectif.

En vue d'éviter le risque de contradiction avec les règles du "serpent", les prescriptions du nouveau système ne s'appliqueraient qu'aux quatre principales monnaies de la CEE, tandis que les autres monnaies ne seraient concernées qu'indirectement soit par leur lien avec le deutsche mark dans le cadre du "serpent", soit par le statut actuel de la livre irlandaise vis-à-vis de la livre sterling. La Commission propose que les obligations imposées par le nouveau système soient accompagnées d'une extension du montant et de la durée du financement à très court terme, de l'accès au FECOM de toutes les banques centrales communautaires et de l'emploi de l'UCE du type panier comme libellé des opérations de crédit.

Le Président remercie M. Mosca de ses explications.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 9 mai 1978  
à 10 heures.

En outre, le Comité convient dès à présent que sa séance de juin  
se tiendra le dimanche 11 juin 1978 à 10 heures.

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

---

MARS 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 mars et les premiers jours d'avril 1978.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

L'évolution des cours sur les marchés des changes a été caractérisée - comme ce fut déjà le cas pour les deux premiers mois de l'année - par de profondes fluctuations. Le devant de la scène a été de nouveau occupé par le dollar EU, dont la valeur par rapport aux monnaies des autres banques centrales participant à la concertation a évolué par moments de façon très diverse au cours de la période sous revue; sur certaines places, les écarts quotidiens ont été parfois supérieurs à 1%.

La monnaie américaine, qui avait atteint au début du mois de mars de nouveaux records de baisse historiques notamment par rapport au franc suisse et au deutsche mark, s'est ensuite notablement raffermie jusqu'au 13 mars vis-à-vis de la plupart des monnaies. Cette évolution a été sans conteste influencée par les supputations concernant les entretiens monétaires germano-américains.

---

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

Il est certain que, avant la publication du Communiqué commun des gouvernements américain et allemand, on attendait trop de cette déclaration. Immédiatement après la publication de l'accord, le dollar s'est à nouveau trouvé soumis à des pressions, vu que les espoirs mis dans les négociations ont été déçus, selon l'avis du marché.

Dans le Communiqué commun publié le 13 mars, les gouvernements américain et allemand mettaient l'accent sur l'intention de lutter plus énergiquement contre certaines causes fondamentales de la faiblesse du dollar (problème du pétrole, décalage dans la conjoncture internationale, inflation). Il importait que l'opinion publique sache clairement que les parties américaine et allemande étaient absolument d'accord sur les questions fondamentales. Le Communiqué affirmait également la volonté des autorités de prendre des mesures énergiques pour neutraliser toute perturbation sur les marchés des changes, une étroite collaboration étant maintenue à cette fin. Dans le cadre de cet effort, la Deutsche Bundesbank et le Système de Réserve Fédérale sont convenus de porter de \$2 milliards à \$4 milliards le montant de la ligne de crédit croisé existant entre ces deux instituts. En outre, le Trésor américain a pris des dispositions pour céder à la Deutsche Bundesbank DTS 600 millions prélevés sur ses propres réserves et acquérir ainsi des deutsche marks. D'autre part, les Etats-Unis se sont déclarés prêts à utiliser, en cas de besoin, leur position de réserve auprès du FMI (environ \$5 milliards) pour acheter des devises supplémentaires.

Pour contrecarrer la dépréciation du dollar EU durant la seconde moitié du mois de mars, la Banque de Réserve Fédérale de New York est intervenue, pour des montants relativement élevés, sur le marché dollar/DM, contribuant ainsi de façon déterminante à ramener le calme sur le marché des changes. Le 31 mars, la publication des résultats de la balance commerciale des Etats-Unis pour le mois de février, qui se solde par un déficit record de \$4,52 milliards (en partie pour des raisons statistiques) a provoqué ensuite un nouveau glissement, de sorte que le dollar s'est retrouvé, sur certaines places, en dessous de son niveau du début du mois.

Dans le "serpent", il ne s'est pas manifesté de tensions marquées. Le deutsche mark a occupé sans interruption la position la plus forte. Le florin a également presque constamment oscillé dans la moitié supérieure de la "bande", et son évolution a été sensiblement parallèle à celle du deutsche mark.

Le franc belge a pu occuper la plupart du temps une position moyenne, bien que l'institut d'émission belge soit intervenu dans le marché en achetant des deutsche marks et ait baissé à deux reprises son taux d'escompte de  $\frac{1}{2}\%$ .

La couronne danoise s'est raffermie au cours de la période sous revue, tout en occupant presque en permanence le bord inférieur du "serpent".

Les cours de la couronne norvégienne ont parfois enregistré des variations relativement larges: assez fermes vers le milieu du mois, ils se sont sensiblement affaiblis dans les deux derniers jours, plaçant la couronne au bord inférieur de la "bande".

La tenue du franc français, relativement satisfaisante en début de mois, s'est progressivement dégradée à l'approche des élections législatives. Cependant, dès le lendemain du premier tour de scrutin, le franc s'appréciait déjà notablement vis-à-vis de l'ensemble des devises. Cette orientation s'est confirmée par la suite, et a permis à la Banque de France de réduire les taux monétaires et de racheter une grande partie des devises qu'elle avait dû céder depuis la fin janvier. Le franc a progressé au total, d'un mois à l'autre, de 2,8% vis-à-vis de l'ensemble des principales monnaies et de 2,7% vis-à-vis des monnaies du "serpent".

La lire italienne s'est montrée très résistante, en raison de l'amélioration des conditions du marché. L'institut d'émission italien a été, de ce fait, en mesure d'absorber des quantités notables de dollars sur le marché.

De même, la couronne suédoise n'a enregistré que des variations relativement minimes, et son cours s'est pratiquement maintenu au niveau atteint au début du mois.

Le cours de la livre sterling s'est assez fortement replié vis-à-vis de toutes les autres monnaies, notamment de 4% par rapport au dollar. Le déficit important de la balance commerciale en janvier, qui n'était pas attendu et qui a été publié en février, semble avoir conduit à une certaine réappréciation des perspectives relatives au sterling, qui n'a pas été modifiée par le retour à un excédent commercial en février.

L'évolution du franc suisse a été caractérisée par des fluctuations sensibles de cours. Jusqu'au 13 mars, la valeur du franc en termes de dollar a reculé de 6% par suite des mesures prises fin février; cependant, à la mi-mars, le retournement de la tendance du cours de la devise américaine par rapport au deutsche mark s'est accompagné d'un nouveau raffermissement du franc, qui au

31 mars, a pratiquement regagné, en termes de dollars, le niveau du 28 février.

Le yen a été soumis, pendant toute la période considérée, à une pression à la hausse exceptionnellement forte, malgré les mesures de défense prises par les autorités monétaires japonaises en matière de change. A Tokyo, le cours du dollar s'est approché pour la première fois non loin de la barre de 220 yens, traduisant une appréciation de 7% environ de la monnaie japonaise par rapport à fin février. La Banque du Japon a absorbé en même temps d'importantes quantités de dollars sur le marché, mais a pratiquement cessé d'intervenir fin mars. Le marché a fait preuve à ce moment d'une certaine résistance devant le faible niveau atteint par les cours des monnaies étrangères.

Le dollar canadien, enfin, a cédé du terrain, malgré les interventions de soutien auxquelles l'institut d'émission canadien a régulièrement procédé, et a dû enregistrer une dépréciation de 1,6% par rapport au dollar EU pendant la période sous revue.

## II. INTERVENTIONS AU MOYEN DU DOLLAR

Le volume global des interventions nettes en dollars (\$EU 6,1 milliards de toutes les banques centrales participant à la concertation a été inhabituellement élevé en mars: il représente trois fois environ le volume du mois précédent. Les achats se montent à \$10,5 milliards et les ventes à \$4,4 milliards.

La Banque du Japon, qui n'a pratiquement pas cessé d'intervenir tout au long du mois, a été le principal acheteur de dollars. Elle a dû absorber des montants exceptionnellement élevés lors de certaines séances. Le volume global de ces acquisitions a atteint une ampleur extraordinaire; il représente la majeure partie des achats nets totaux de toutes les banques centrales au cours du mois sous revue.

Les autorités monétaires américaines ont poursuivi leurs interventions. Le volume de celles-ci et de celles de la Deutsche Bundesbank est cependant sensiblement moins élevé que celui des mois précédents, même s'il s'est gonflé vers la mi-mars. La somme des achats de soutien du dollar

effectués dans le marché par la Federal et la Bundesbank réunies est, d'autre part, inférieure au montant total des dollars utilisés par cette dernière banque centrale à la conversion de marks empruntés par des non-résidents.

A côté de la Banque Nationale Suisse, dont les achats de dollars ont été en grande partie compensés par la conversion du produit d'emprunts étrangers en francs suisses, ce sont surtout la Banque de France et la Banca d'Italia qui se sont portées acquéreurs d'assez fortes quantités de dollars, alors que la Bank of England et la Banque du Canada en ont cédé au total des montants notables.

A noter enfin les achats de dollars de la banque centrale norvégienne, tandis que les instituts d'émission de Suède, des Pays-Bas et de la Belgique ont acquis des montants plus faibles de dollars et que la banque centrale danoise a cédé un montant réduit prélevé sur ses réserves.

### III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Au sein du "serpent", aucune intervention aux cours limites n'a été nécessaire. La Banque Nationale de Belgique a pu racheter des deutsche marks sur le marché dans la mesure nécessaire au remboursement anticipé, sous valeur 3 avril, du solde de sa dette à l'égard du Fonds européen de coopération monétaire.

La Danmarks Nationalbank et la Banque de France ont effectué des ventes de deutsche marks portant sur de très faibles montants en vue de soutenir leur monnaie.

\* \* \*

Pendant les premiers jours d'avril, le dollar EU s'est tenu à peu près au niveau auquel il était descendu fin mars-début avril, les fluctuations ayant été dans l'ensemble de faible amplitude.

Au sein du "serpent", les couronnes norvégienne et danoise, et dans une certaine mesure le franc belge, ont accusé une baisse, tandis que le deutsche mark s'est maintenu au sommet de la "bande". Le florin s'est, lui aussi, bien comporté. Les banques centrales allemande et néerlandaise se sont signalées par des acquisitions de dollars de faible ampleur.

L'écart entre le cours du deutsche mark et celui de la couronne norvégienne s'est élargi à 2% environ. La banque centrale norvégienne a pu empêcher sa monnaie de tomber au point inférieur d'intervention grâce à des ventes assez considérables de dollars. Temporairement, la Banque Nationale de Belgique a été amenée à soutenir sa monnaie dans une mesure modérée en procédant, pour de faibles montants, à des cessions de dollars, de florins et de deutsche marks.

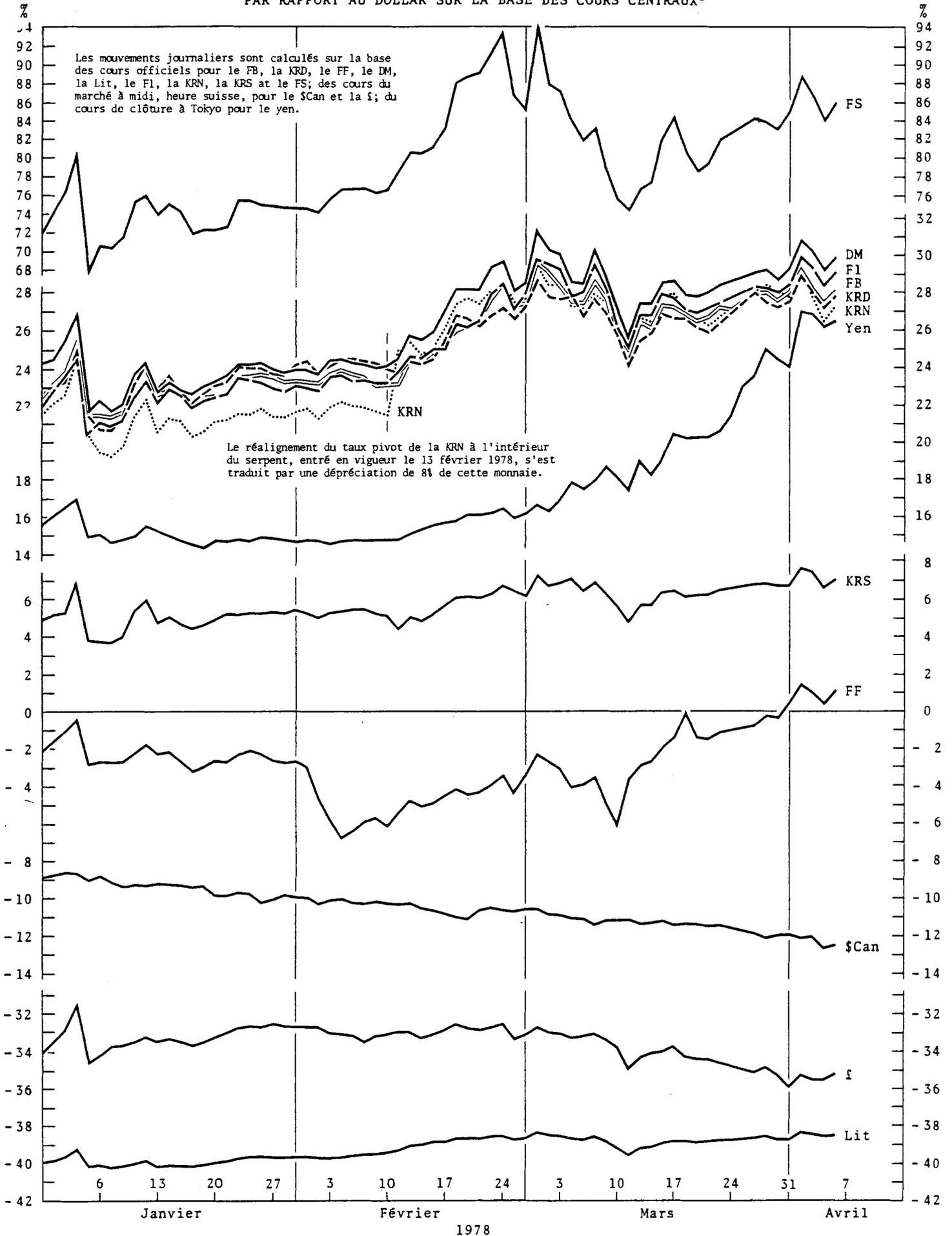
Le cours du yen a enregistré une nouvelle poussée de hausse et sa valeur externe s'est appréciée depuis le début d'avril de 1,9% par rapport au dollar. La Banque du Japon n'a pratiquement pas effectué d'achats d'interventions pour régulariser le cours.

Les variations de cours des autres monnaies par rapport au dollar EU sont restées dans des limites relativement étroites. On note un léger nouveau raffermissement du franc français, tandis que la livre sterling s'est bien maintenue. La Bank of England a cependant soutenu sa monnaie en cédant des quantités notables de dollars. Les autres banques centrales ont en revanche acheté du dollar, les interventions des instituts d'émission italien et français ayant atteint un volume assez élevé.

Les autorités monétaires canadiennes ont pris plusieurs mesures pour soutenir leur monnaie. La Banque du Canada a relevé son taux d'escompte de  $\frac{1}{2}\%$ , à  $8\frac{1}{2}\%$  avec effet au 4 avril. En même temps, le Ministère des finances canadien a annoncé que le montant utilisable par le gouvernement dans le cadre de la facilité de crédit stand-by renouvelable consentie par les banques canadiennes a été porté de \$EU 1,5 milliards à \$EU 2,5 milliards. En dépit d'interventions de grande envergure, la monnaie canadienne a toutefois continué de s'affaiblir par rapport au dollar EU.

Pour l'ensemble des banques centrales participant à la concertation, les ventes d'interventions en dollars dépassent pour la première fois les achats de plus de un demi milliard de dollars.

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 =  
KRD 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.

6 avril 1978

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

