

PROCES-VERBAL*
DE LA CENT-VINGT-DEUXIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE DIMANCHE 11 JUIN 1978 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl et Rieke; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par M. Théron; 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; M. Szász, Directeur à la Nederlandsche Bank, accompagné par M. van Straaten; 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 M. Boyer de la Giroday; 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 12^e 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 12^e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 11 juillet 1978, et ne représentant par rapport au projet qu'une modification de caractère rédactionnel

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de mai et des premiers jours de juin 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 et présente quelques commentaires sur les mouvements les plus notables qui ont été observés dans les réserves brutes des banques centrales participant à la concertation.

B. Discussion du Comité

M. Richardson présente quelques commentaires sur les mesures d'ordre monétaire et fiscal qui ont été récemment adoptées au Royaume-Uni en vue de faire face à l'inquiétude, qui se faisait sentir à la suite de la présentation en avril du budget du gouvernement, budget qui prévoyait des dégrèvements fiscaux atteignant environ 2,5 milliards de livres sterling. L'inquiétude s'est renforcée après l'annonce ministérielle de l'éventualité d'un budget supplémentaire et lorsque le Parlement a réduit, à l'initiative de l'opposition, les recettes fiscales de 500 millions de livres sterling par rapport au projet du gouvernement. Un autre facteur a également contribué à la nervosité sur les marchés, à savoir le dépassement considérable de l'objectif que les autorités monétaires s'étaient fixé pour l'année financière 1977/1978 en matière d'accroissement de la masse monétaire (£M3). Il convient, cependant, de souligner que dans le passé récent l'évolution de cet agrégat a été fortement influencée par l'ampleur très faible des ventes de titres de la dette publique au secteur non bancaire, et que la croissance de la masse monétaire dans les définitions plus large et plus étroite que \$M3 a marqué un fléchissement.

En vue de mettre fin à l'attentisme observé sur le marché de la dette publique, il importait de ne pas prendre uniquement des mesures d'ordre monétaire, mais d'agir aussi sur le plan budgétaire et fiscal. Dans cet esprit, le gouvernement a annoncé, le 8 juin, son intention de relever de 2,5% la surcharge perçue dans le cadre de l'Assurance Nationale,

cette mesure augmentera les recettes de 500 millions de livres sterling durant l'exercice en cours (ce qui neutraliserait les moins-values décidées par le Parlement) et de 1,5 milliard pour une année complète. Dans le domaine monétaire, le "minimum lending rate" a été relevé de 9 à 10%; en outre, ce taux n'est plus désormais dérivé des taux du marché mais il est déterminé par un acte administratif pris par la Bank of England avec l'approbation du Chancelier de l'Echiquier. Enfin, le régime des dépôts spéciaux supplémentaires a été réintroduit en vue de freiner l'accroissement des engagements rémunérés des banques et par là leur activité de crédit.

Ces mesures qui ont été annoncées le 8 juin, ont eu un effet immédiat; en effet, la Bank of England a réussi à placer dans le public, pour des montants importants, des titres d'Etat. et, si l'on tient compte du renversement de l'attitude des marchés, il semble possible de ramener la croissance de £M3 dans la fourchette de 8 à 12% que les autorités britanniques ont fixée pour l'année financière 1978/1979.

M. Richardson conclut en disant qu'il a fait ses commentaires dans le cadre de la discussion sur les politiques de changes, afin d'illustrer notamment que des laxismes dans la politique monétaire interne entraînent inévitablement l'instabilité des taux 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, rapport qui, comme d'habitude, sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. Examen et adoption du Rapport au Conseil sur la "Recherche d'une plus grande stabilité des rapports de change entre les monnaies des Etats membres de la CEE"

Le Président invite M. Janson à présenter le rapport établi par les Suppléants.

M. Janson indique que les Suppléants ont fondé leurs travaux sur quelques propositions qui avaient été soumises notamment, par les services de la Commission et par la Présidence belge, et sur les réflexions faites par les Gouverneurs lors de la séance de mai, en particulier quant à la possibilité pour les pays hors du "serpent" d'entrer dans un système comportant des engagements stricts en matière de politique de change. Le rapport reflète le sentiment exprimé par les Gouverneurs que, dans les circonstances actuelles, il ne paraît guère possible de prendre des engagements plus formels et contraignants; en revanche, il fait état du consensus des Gouverneurs sur les effets perturbateurs des fluctuations des cours du dollar EU et sur le caractère souhaitable d'une intensification et d'une diversification des interventions en monnaies communautaires. Il est cependant clair que, si une décision politique était prise par les Ministres des Finances, certains problèmes qui n'ont été qu'effleurés jusqu'à présent nécessiteraient des études supplémentaires.

M. Janson conclut en soulignant que l'approche pragmatique qui a été retenue dans le rapport des Suppléants pourrait naturellement être modifiée si les Gouverneurs souhaitent infléchir les positions qu'ils ont soutenues jusqu'à présent ou si les Ministres des Finances ou les Chefs d'Etat prennent des décisions politiques.

Le Président remercie M. Janson et les Suppléants pour le rapport. Les réflexions des Gouverneurs à partir desquelles ce document a été établi étaient préliminaires; il conviendrait donc de voir si les positions des banques centrales ont évolué entre-temps et si éventuellement le contenu du rapport devrait être aménagé.

M. Murray félicite les Suppléants de leur excellent travail qui reflète fidèlement les discussions tenues par les Gouverneurs lors de la séance de mai. Mis à part quelques changements de forme qu'il indiquera plus tard, il propose d'apporter certaines modifications aux conclusions tout en conservant l'esprit de celles-ci:

- il serait utile de commencer les conclusions par la constatation que la mise en oeuvre éventuelle d'arrangements collectifs et le choix entre ces arrangements dépend de décisions de caractère politique prises au niveau communautaire, constatation qui se trouve

actuellement dans l'avant-dernier paragraphe des conclusions (page 9 dans la version française),

- il semble exister une certaine contradiction entre les conclusions et l'opinion exprimée à la page 2 du rapport (2e alinéa dans la version française) selon laquelle "il devrait être possible d'obtenir entre-temps, et donc sans devoir attendre la réalisation d'une convergence idéale des situations économiques, une certaine réduction des fluctuations à court terme des cours de change par l'adoption de règles de conduite en matière de change acceptables par tous les pays membres de la Communauté".

Enfin, M. Murray fait remarquer que le rapport fait allusion, à la page 8, à certaines études que le Comité des Gouverneurs estime nécessaire d'entreprendre dans l'hypothèse d'une décision politique portant sur la mise en oeuvre d'un nouvel arrangement; il propose de commencer ces études dès à présent, c'est-à-dire sans attendre une telle décision, afin d'être prêt dans le cas où une décision au niveau politique serait prise et il suggère de faire mention de cette intention dans le rapport.

M. Richardson partage l'avis exprimé par M. Murray à propos des études qui pourraient être entreprises dès à présent. Il ajoute que les actions pragmatiques et individuelles qui sont mentionnées au deuxième tiret des conclusions (page 9 dans la version française), actions visant à une plus grande stabilité monétaire, impliquent que les pays hors du "serpent" puissent utiliser les monnaies de leurs partenaires; il faudrait donc compléter ce texte, par exemple en insérant au début du troisième tiret des conclusions (page 9 dans la version française) la phrase suivante: "S'il devait en être ainsi, des arrangements techniques permettraient à tous les pays de la CEE, membres ou non du "serpent", d'utiliser les monnaies de leurs partenaires aux fins d'interventions".

Au début du chapitre II (page 3 dans la version française), la version anglaise devrait être adaptée à l'original français, en supprimant le mot "wide" dans le premier tiret; en outre, il existe une légère contradiction entre l'énoncé du premier tiret et celui du second.

Le Président demande aux Gouverneurs s'ils sont d'accord avec la suggestion faite par M. Murray et appuyée par M. Richardson d'entreprendre

dès à présent (c'est-à-dire sans attendre une décision éventuelle des Ministres) les études mentionnées dans le rapport sous le titre les moyens à mettre en oeuvre, à savoir une plus grande diversification des monnaies d'intervention utilisables, une extension des facilités de crédit disponibles, l'utilisation de l'UCE du type panier pour libeller les créances et dettes vis-à-vis du FECOM, ainsi que la création, dans le cadre de ce dernier, d'instruments de réserve nouveaux libellés en UCE et destinés à servir aux règlements intracommunautaires.

M. Emminger est d'accord pour entreprendre de telles études, mais à condition qu'elles soient menées sans préjuger la décision ultérieure concernant la mise en oeuvre de tel ou tel système ou arrangement.

M. Murray précise qu'il ne s'agit que d'étudier, sur le plan technique, les possibilités de réaliser les différentes propositions.

Le Président constate que, compte tenu des réserves ou clarifications fournies par MM. Emminger et Murray, le Comité semble d'accord pour entreprendre les études susmentionnées.

En ce qui concerne la proposition de rédaction faite par M. Richardson à propos des conclusions, M. Emminger n'est pas prêt à accepter une formule aussi générale. Celle-ci suggère que les banques centrales hors du "serpent" devraient avoir les mêmes possibilités d'obtenir les monnaies de leurs partenaires que les membres du "serpent"; or, une utilisation automatique et illimitée ne serait justifiée que si ces banques centrales prenaient des engagements en matière de cours limites, analogues à ceux qui existent dans le "serpent".

M. Richardson indique qu'il s'agit, dans son esprit, de permettre aux pays hors du "serpent" d'obtenir les monnaies de leurs partenaires (et vice versa) lorsque l'utilisation du dollar aux fins d'intervention pourrait avoir un effet néfaste sur les cours de la devise américaine.

M. Emminger déclare qu'il n'est pas opposé à l'idée présentée par M. Richardson, idée qui a été d'ailleurs mise en pratique à plusieurs reprises, par exemple sur la base d'accords ad hoc entre la Bundesbank et la Banque de France. Il faut cependant éviter une rédaction trop générale qui pourrait faire penser à un engagement (ou un droit) automatique et illimité.

Le Comité convient de compléter le deuxième tiret des conclusions (page 9 dans la version française) par le texte suivant: "dans ce contexte,

il conviendrait d'étudier des arrangements par lesquels chacun des pays de la CEE, membre ou non du "serpent", pourrait obtenir, dans les circonstances appropriées et par accord mutuel, la monnaie de l'un ou l'autre de ses partenaires pour les interventions sur les marchés des changes".

Le Président ajoute que les Suppléants ou les experts devraient étudier les modalités techniques de ces arrangements sur les interventions, la question du crédit qui pourrait être attaché à celles-ci restant ouverte.

Le Comité engage ensuite une discussion sur la remarque faite par M. Murray au sujet de la contradiction que celui-ci a relevée entre les conclusions et la dernière phrase du deuxième alinéa de la page 2 (version française) du rapport.

M. Murray est en faveur du maintien des conclusions, mais il souhaiterait modifier le texte à la page 2 afin d'éviter d'éveiller des espoirs injustifiés. La nouvelle rédaction devrait exprimer clairement qu'il ne faut pas attendre la réalisation d'une convergence idéale des situations économiques pour obtenir une certaine réduction des fluctuations des taux de change, mais que l'adoption de règles de conduite en matière de change acceptables par tous les pays membres de la CEE dépend de l'accomplissement de progrès substantiels dans la voie de la convergence des situations économiques.

M. Clappier admet qu'il existe une certaine contradiction, mais il pense qu'il serait malaisé de se mettre d'accord sur la question de savoir s'il faut affaiblir le contenu de la phrase de la page 2 ou, au contraire, rendre plus positives les conclusions (ce qui serait la préférence de M. Clappier).

Il propose donc de laisser inchangé le texte; chaque Gouverneur peut retrouver sa position en se concentrant, selon le cas, sur les conclusions ou sur la page 2. En outre, il importe avant tout que le rapport soit transmis le plus rapidement possible aux Ministres des Finances - ce qui implique qu'il soit peu modifié pour pouvoir être adopté durant la présente séance. D'autre part, les Gouverneurs ne peuvent, dans l'immédiat, être plus précis, étant donné que, comme ils l'indiquent dans le rapport, la mise en oeuvre de tout arrangement visant à une plus grande stabilité des taux de change ne peut résulter que d'une décision politique. Celle-ci concerne en particulier la question de savoir si les pays de la CEE qui ne

sont pas membres du "serpent" sont disposés à contracter des engagements plus ou moins contraignants ou, en d'autres termes, à rétablir la discipline de la balance des paiements qui a été quelque peu oubliée au cours des dernières années.

M. Janson propose de résoudre le problème en rédigeant les conclusions selon les lignes suivantes:

- qu'il n'est pas nécessaire d'attendre une convergence idéale des situations économiques des pays membres de la CEE pour obtenir une réduction des fluctuations des taux de change,
- que, dans les circonstances actuelles, il ne faut cependant pas envisager des arrangements trop contraignants, mais plutôt des actions pragmatiques et unilatérales qui s'inscriraient dans le cadre de l'objectif d'une meilleure stabilité dans les relations de change intracommunautaires,
- que, selon plusieurs Gouverneurs, la poursuite de politiques de ce type pourrait requérir un élargissement des moyens à mettre en oeuvre.

M. Baffi marque sa préférence pour la suggestion faite par M. Murray de modifier la page 2 du rapport. En effet, à son avis, on ne peut faire de progrès dans le domaine de la stabilité des taux de change s'il n'y a pas une amorce d'un mouvement vers une convergence des économies des pays membres de la CEE; or, cela ne semble pas encore être le cas. M. Baffi estime toutefois plus indiqué de maintenir les textes de la page 2 et des conclusions (premier tiret) malgré l'ambiguïté qu'ils peuvent présenter.

A la suite d'interventions émanant de MM. Richardson, Murray et Baffi, le Comité convient de maintenir le texte actuel. La phrase de la page 2 représenterait un sentiment général du Comité, tandis que le premier tiret des conclusions reflèterait davantage les difficultés que certaines banques centrales éprouvent à l'égard de l'adoption d'engagements contraignants.

M. Ortolí se déclare sensible au caractère négatif des conclusions et surtout à l'énoncé que "les banques centrales de la Communauté ne s'estiment pas toutes en mesure de prendre des engagements communs s'inspirant de l'un ou de l'autre des arrangements exposés ci-dessus". En effet,

d'une part, les études techniques n'ont pas été poussées à un stade suffisant pour qu'un tel jugement absolu puisse être justifié, d'autre part, les Gouverneurs admettent eux-mêmes que la mise en oeuvre d'arrangements collectifs pourrait résulter de décisions politiques. M. Ortolini propose donc de dire que "les banques centrales ne s'estiment pas toutes en mesure de proposer, à ce stade des études, de prendre des engagements..".

Cette suggestion est appuyée par M. Murray et le Comité convient finalement de remplacer "de prendre des engagements" par "de recommander des engagements".

M. Jaans propose de supprimer, à la page 4, l'avant-dernier paragraphe commençant par "Ils n'ont donc pas abordé..", paragraphe qui répond mal au mandat général qui a été donné par le Conseil européen à Copenhague.

Le Comité se déclare d'accord sur cette proposition. En outre, le Comité retient les suggestions de rédaction faites par M. Murray ci-après au sujet du texte à la page 5 (version française):

- avant-dernier alinéa, 5e et 6e lignes, lire "la politique de change des quatre principaux pays serait fondée sur les taux de change effectifs eux-mêmes définis par...",
- dernier alinéa, 4e ligne, remplacer "principe" par "objectif".

M. Emminger se réfère à la page 5 du rapport où il est dit que le système de zones-cibles définies en termes de taux de change effectifs des monnaies des quatre principaux pays de la CEE implique une certaine politique à l'égard du dollar. Or, il serait illusoire de croire que les pays membres de la CEE puissent mettre en oeuvre une telle politique de manière unilatérale et sans la coopération des Etats-Unis.

M. Hoffmeyer partage les préoccupations de M. Emminger. La stabilisation d'un taux de change effectif défini par un panier dans lequel entrerait également le dollar EU signifierait que les pays membres de la CEE assureraient complètement le soutien du dollar. Il faudrait avertir les Ministres de ces implications.

Le Président indique que le rapport du Comité ne mentionne les différentes propositions qu'à titre d'information, sans donner un jugement quant à leur utilité ou à la possibilité de les mettre en oeuvre.

M. Szász fait remarquer que le système de zones-cibles définies en termes de taux de change effectifs individuels est une des options que le Comité monétaire proposera dans son rapport aux Ministres. Il suggère que chaque Gouverneur informe son Ministre des Finances des implications d'un tel système, dans le sens où elles ont été évoquées par MM. Emminger et Hoffmeyer.

M. Emminger n'insiste pas pour une nouvelle rédaction du texte, mais il souhaite que ce problème soit approfondi dans les études qui seront entreprises prochainement. Ce souhait est retenu par le Comité.

Avant de clôturer le débat, le Président indique que, depuis un certain temps, on parle dans la presse d'un groupe de travail restreint qui serait en train d'élaborer des suggestions positives en matière de coopération monétaire. Il se demande si le rapport tel qu'il vient d'être adopté par le Comité ne risque pas de paraître quelque peu discordant.

Aucune remarque n'étant faite en séance, le Président constate que le Comité ne semble pas partager cette préoccupation. Il ajoute que sous réserve des modifications qui ont été adoptées en séance et que le secrétariat insérera dans le texte définitif, le rapport du Comité sera transmis au Président du Conseil des Communautés européennes pour la session du 19 juin 1978, session à laquelle il serait souhaitable que les Gouverneurs soient nombreux à participer.

En ce qui concerne les travaux que le Comité a confiés aux Suppléants, M. Richardson propose d'associer le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert pour certaines études.

Le Président marque son accord sur cette suggestion tout en précisant qu'il appartient aux Suppléants de prendre les dispositions nécessaires concernant l'organisation des travaux.

IV. Analyse de la 110e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison de l'heure avancée, le Comité ne procède pas à cette analyse.

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 11 juillet 1978
à 10 heures.

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

MAI 1978

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des pays dont les banques centrales participent à la concertation* et décrit brièvement les interventions de celles-ci durant le mois de mai et les premiers jours de juin 1978.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Les marchés des changes ont en général fait preuve d'un calme relatif. Les fluctuations des cours journaliers sur les différentes places se sont maintenues très souvent au-dessous de 0,50% et n'ont dépassé que rarement 1%. Dans l'ensemble, le dollar américain s'est inscrit nettement en hausse dans la première moitié du mois, puis s'est replié dans des mesures variables durant la seconde. Un écart relativement sensible subsiste finalement à l'égard de certaines monnaies, le plus souvent en hausse.

Assez stable dans la première semaine du mois de mai, fertile en jours fériés sur la plupart des places européennes, le dollar américain a progressé à nouveau à partir du 8 mai. Ce mouvement a résulté de divers facteurs:

- décision, par les Ministres de l'OPEP, de maintenir le dollar comme moyen de détermination du prix et du règlement du pétrole,
- l'annonce d'une hausse (1,1%) de la production industrielle américaine au mois d'avril,

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

- la conviction, partagée par beaucoup d'opérateurs, qu'en manifestant l'intention très ferme de prendre les mesures nécessaires à la réduction du déficit du budget fédéral prévu pour le prochain exercice financier, au moment même où le taux d'escompte était relevé de 6,50 à 7%, les autorités américaines amorçaient une manœuvre où la maîtrise de l'inflation est un objectif prioritaire.

Le raffermissement de la devise américaine s'est poursuivi pratiquement d'une façon continue jusqu'au 16 mai et s'est confirmé pendant quelques jours. Aux cours de 2 FS/1 dollar et de 2,13 DM/1 dollar, l'appréciation a atteint ainsi environ 3% à Zurich et à Francfort par rapport à fin avril. Le redressement du dollar fut également sensible vis-à-vis des monnaies européennes dont le flottement est limité (de 1,5 à 3%), du franc français (+1,60%), du yen (+2%) et de la livre sterling (+1,25%). Le recul du dollar EU à l'égard du dollar canadien, qui atteignit au maximum 2% par rapport aux cours de fin avril, constitue la seule exception.

Durant la dernière semaine, le dollar EU a reperdu une bonne partie des gains précédents sur tous les marchés, sauf à Montreal. Sur certains d'entre eux, et surtout à Zurich, le dollar termine même en recul pour l'ensemble du mois. Cette tendance s'est développée:

- après la publication des données relatives à la balance commerciale américaine du mois d'avril;
- lorsque furent connues des prévisions faites par l'OCDE en ce qui concerne l'évolution de la balance des paiements courants pour l'année en cours;
- après la nouvelle de la hausse (0,9%) de l'indice américain des prix de détail.

En dépit des oscillations décrites, aucune tension particulière ne s'est manifestée à l'intérieur du "serpent". Le mark allemand, qui avait occupé durant la première décade du mois la première position, s'est trouvé ensuite au centre de la "bande". La couronne danoise et la couronne norvégienne en ont occupé, tour à tour, le bord supérieur depuis la mi-mai. Pendant tout le mois, le florin a figuré dans la partie inférieure de la "bande", tandis que le franc belge en a occupé constamment le bord inférieur.

Le relèvement, en deux temps, de 7,50 à 9% du minimum "lendig rate" semble avoir atténué les pressions sur la livre sterling. Tout en demeurant élevées, les interventions de la Bank of England ont été nettement moins importantes que celles du mois dernier. D'autre part, les variations

du taux de change effectif de la livre sterling et de son cours vis-à-vis du dollar ont été relativement modérées.

Le franc français est resté bien orienté durant ce mois. Le fléchissement enregistré vis-à-vis du dollar américain à l'issue des trois premières semaines a été par la suite entièrement résorbé. A fin mai, le franc se trouvait même apprécié vis-à-vis de la devise américaine de 0,11%.

La lire italienne est demeurée pratiquement inchangée en termes de dollar, malgré l'issue dramatique de l'affaire Moro. Le recul initial vis-à-vis du dollar ($3/4\%$ environ seulement), par ailleurs largement compensé par des gains plus élevés enregistrés par rapport à toutes les monnaies européennes, a disparu durant la dernière semaine du mois. Au cours de celle-ci, la monnaie italienne a regagné la position acquise à l'égard de la monnaie américaine à la fin du mois précédent sans fléchir entre-temps de manière importante vis-à-vis des monnaies européennes: le taux effectif est en effet passé de 39,77 à 39,42%.

L'évolution du franc suisse a été caractérisée par de larges fluctuations. Durant la première quinzaine de mai, la monnaie helvétique s'est dépréciée de près de 3% vis-à-vis du dollar américain. Cependant, le renversement ultérieur de la tendance de ce dernier a provoqué un raffermissement du franc qui est non seulement revenu à son niveau du début du mois, mais encore s'est apprécié de 1,84% en termes de dollars.

La couronne suédoise a enregistré des fluctuations relativement modestes: elle ne recule finalement que de $1/2\%$ par rapport au dollar.

Le yen a suivi une évolution semblable à la plupart des monnaies. En recul de plus de 2% vis-à-vis du dollar à l'issue des trois premières semaines, il termine finalement, au 31 mai, en progrès de $3/8\%$.

Le dollar canadien est l'unique monnaie qui soit constamment restée en progrès vis-à-vis du dollar EU par rapport aux cours d'avril. L'avance s'est néanmoins réduite à 0,75% en fin de mois. La Banque du Canada est intervenue très fréquemment dans les deux sens.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Le volume global des interventions effectuées au moyen de dollars par les banques centrales participant à la concertation atteint un niveau voisin de celui du mois dernier, mais ses composantes, soit \$4,1 milliards à l'achat et \$3,2 milliards à la vente, sont nettement différentes, de même que le solde qui redevient ainsi positif à hauteur de \$0,9 milliard.

La Bank of England a fréquemment soutenu la livre: encore relativement importantes, ses ventes nettes de dollars sont cependant très inférieures à celles du mois d'avril.

La Banque de France et la Banca d'Italia ont été les principaux acquéreurs de dollars. La Nederlandsche Bank, la Norges Bank et la Danmarks Nationalbank, ainsi que la Banque du Canada et la Sveriges Riksbank en solde net, ont acquis une somme de dollars d'importance moyenne.

La Deutsche Bundesbank et la Banque Nationale Suisse ont également acheté des sommes peu importantes de dollars dans le marché, mais la contrepartie qu'elles ont fournie aux conversions d'emprunts en monnaie locale l'emporte très largement sur ces acquisitions.

Enfin, les instituts d'émission du Japon et de la Belgique se sont abstenus de toute intervention.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Des interventions aux cours limites ont eu lieu dans la dernière semaine du mois en vue d'éviter le dépassement de la marge entre la couronne danoise et le franc belge. Elles n'ont atteint qu'un volume global équivalant à 30 millions de dollars environ et n'ont pas fait l'objet d'un financement au travers du FECOM. Des achats de deutsche marks pour une contre-valeur de \$EU 40 millions environ ont été effectués par la Danmarks Nationalbank à des cours intramarginaux.

La Banque de France est également intervenue en marks: ses achats s'élèvent à l'équivalent de 120 millions de dollars environ.

Enfin, la meilleure tenue du dollar a permis à la Federal Reserve Bank de New York de procéder à d'importants achats de marks allemands, directement de correspondants étrangers pour la plus grande part, ainsi qu'à quelques acquisitions de francs suisses. L'ensemble atteint l'équivalent de près de 1 milliard de dollars.

* * *

Les tendances observées pendant la dernière semaine de mai se sont, dans les grandes lignes, prolongées durant les premiers jours de juin: le recul du dollar s'est accentué principalement à l'égard du deutsche mark, du franc belge, du yen, de la lire et du florin.

Quelques réactions assez vives ont encore affecté les cours du franc suisse dans les deux sens: elles se compensent finalement.

Le comportement du "serpent" n'a pas posé de problème particulier et les positions relatives des monnaies participantes sont restées plus ou moins les mêmes qu'à fin mai, la couronne danoise venant en tête, suivie du deutsche mark, de la couronne norvégienne, du florin et du franc belge. L'écart entre la couronne danoise et le franc belge pendant la période considérée a varié entre 1,50 et 2,25%.

Parmi les monnaies flottantes de la Communauté, la lire italienne a progressé vis-à-vis du dollar de 0,60%, la livre sterling et le franc français n'ont enregistré que des variations minimales et terminent en léger progrès vis-à-vis du dollar.

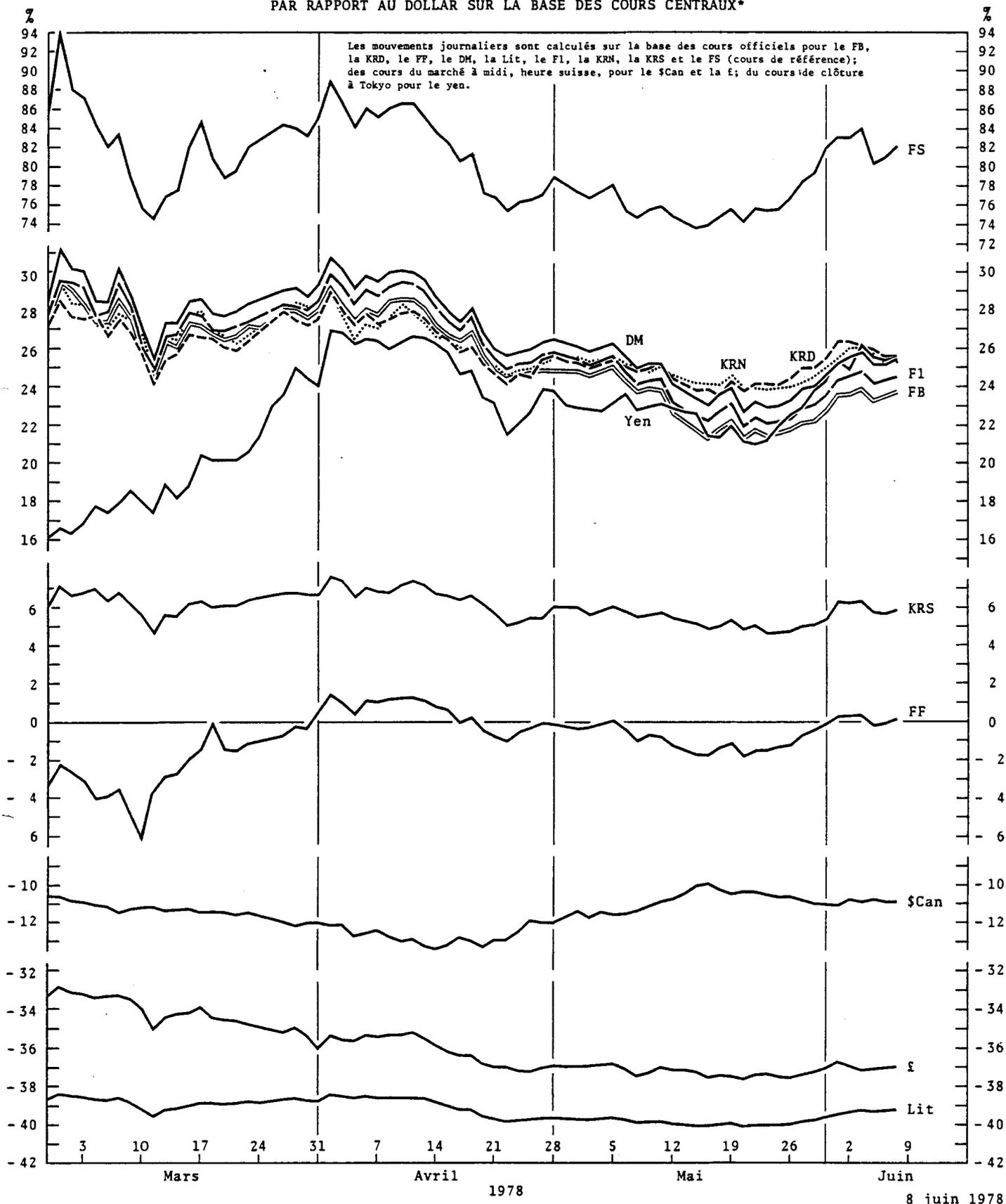
Le relèvement de 9 à 10% du "minimum lending rate" et d'autres mesures d'ordre monétaire et fiscal n'ont guère influencé la tenue de la livre sterling sur les marchés des changes.

Les interventions en dollars de l'ensemble des banques centrales ont été modestes. Les chiffres les plus élevés sont notés:

- à l'achat, pour la Banca d'Italia et la Deutsche Bundesbank,
- à la vente, pour la Bank of England.

Quelques opérations peu importantes ont encore été effectuées en monnaies européennes aux cours limites par la Danmarks Nationalbank (à l'achat) et la Banque Nationale de Belgique (à la vente).

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 6,78666; KRS 4,90;
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

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

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

