

PROCES-VERBAL*
DE LA CENT-TROISIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 JUILLET 1976 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson et Mlle Lambert; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Klasen, accompagné par MM. Emminger et Dörner; 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. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Ossola et Ercolani; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et Timmerman; le Secrétaire Général du Commissariat au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; le Directeur des Affaires monétaires à la Commission des Communautés européennes, M. Nash, accompagné par M. Kees; assistent en outre les Présidents des groupes d'experts, MM. Emde, Heyvaert et Bastiaanse. Le Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs, M. d'Aroma, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Freeland sont aussi présents, ainsi que M. Lamfalussy.

I. Approbation du procès-verbal de la 102e séance

Le Président indique que le secrétariat a reçu une proposition d'amendement de M. Emminger concernant la déclaration de celui-ci qui est reproduite à la page 3 du projet de procès-verbal.

Compte tenu de cet amendement qui sera inséré dans le texte définitif le procès-verbal de la 102e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

* Texte définitif approuvé lors de la réunion du 14 septembre 1976 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 juin et des premiers jours de juillet 1976: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du Rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

A. Rapport succinct sur la concertation

M. Heyvaert commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal; il attire, d'autre part, l'attention du Comité sur les importantes opérations de swap effectuées par la Bank of England et la Banque Nationale Suisse ainsi que sur les emprunts substantiels contractés par le Danemark et en particulier par le Royaume-Uni.

Au sujet du fonctionnement de la concertation, M. Heyvaert fait remarquer que dans le cadre de la gestion journalière du marché des changes, les consultations préalables et nécessaires ont été faites et se sont révélées efficaces. L'échange d'informations avec les pays d'outre-atlantique se poursuit d'une manière satisfaisante. Sur le plan technique, il est toutefois à noter, qu'en dépit des efforts entrepris dans le passé, le fonctionnement du réseau téléphonique No 2 n'est pas encore parfait par suite essentiellement de déficiences persistantes dans les installations nationales au Royaume-Uni et en Norvège. Il prie les Gouverneurs des banques centrales de ces pays de bien vouloir donner les instructions nécessaires à leurs services pour remédier à ces déficiences.

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

M. McMahon indique que les Suppléants ont apporté au projet de rapport établi par M. Heyvaert quelques légères modifications de caractère uniquement rédactionnel qui sont déjà insérées dans le texte remis aux Gouverneurs.

Le Comité adopte le rapport dans le texte mis au point par les Suppléants, qui sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. Examen du rapport du groupe "Mouvements de capitaux à court terme" sur le marché des euro-devises et la régulation des flux financiers internationaux

A. Exposé de M. Nash

A l'invitation du Président, M. Nash présente le rapport établi par le groupe qu'il préside et donne un bref compte rendu des conclusions que le Comité monétaire a dégagées, le 21 juin à La Haye, à partir de ce rapport et

d'un exposé fait par M. Larre. Les discussions du Comité monétaire ont porté sur les possibilités d'améliorer aussi bien le contrôle que la transparence du marché des euro-devises. En ce qui concerne le premier aspect, des opinions différentes ont été exprimées sur les points ci-après:

- La nécessité et l'utilité d'introduire des mesures de contrôle: certains membres du Comité ont souligné que les transactions en euro-devises produisent, du fait de leur ampleur, des effets néfastes sur la politique monétaire intérieure, d'autres ont mis en relief les avantages non négligeables que présente le marché des euro-devises. Il ne faudrait pas faire de ce marché le "bouc émissaire" des mouvements des capitaux indésirés qui se seraient produits en tout cas.
- La nature des mesures de contrôle qui pourraient être introduites, à savoir une action concertée s'exerçant sur l'offre de crédit ou des mesures nationales s'appliquant à la demande. A ce propos, M. Larre a déclaré que l'introduction d'un système de réserves minima pour les opérations en euro-devises ferait abstraction de la nature du marché et du rôle que jouent les non-banques et les entreprises multinationales, mais il a estimé qu'il pourrait y avoir une place pour des contrôles nationaux concernant le recours au marché.
- Le risque, à la suite de l'introduction des mesures restrictives, d'un déplacement géographique des places financières vers les centres "off-shore" qui connaissent déjà une croissance rapide.
- La création de crédit par le marché des euro-devises; à ce sujet, des enquêtes et études ont été faites et sont en cours. Il semble cependant que le multiplicateur de crédit est très voisin de 1.

A l'issue de ces discussions, le Comité monétaire a abouti à la conclusion qu'à l'heure actuelle il n'est pas possible de dégager sur le plan politique un accord des pays membres de la CEE sur la question du contrôle du marché des euro-devises et qu'un tel contrôle serait insuffisant s'il était limité à l'échelle communautaire: il faudrait pouvoir associer d'autres pays, notamment les Etat-Unis.

Il a été noté en outre que la question de la réglementation du marché des euro-devises devrait être considérée en liaison avec celles d'une plus grande stabilité du système de change et de la coordination des politiques monétaires nationales. A cet égard, le Président du Comité monétaire a

fait remarquer que cet organe continuera de discuter en septembre les possibilités d'améliorer le régime de taux de change, ce qui permettrait au Comité de présenter aux Ministres un rapport sur les trois questions susmentionnées. Certaines délégations ont toutefois exprimé des doutes sur la possibilité d'aboutir d'ici la fin de l'année à un rapport concret.

Pour ce qui est de la meilleure transparence du marché, le Comité monétaire a pris note d'une proposition de la Commission prévoyant l'institution d'une centrale des risques à l'intérieur de la CEE. Tout en considérant cette proposition comme utile, il a estimé que le cadre communautaire est trop étroit et il s'est montré favorable à l'idée d'élargir l'initiative en entreprenant des travaux à Bâle avec d'autres pays notamment du Groupe des Dix. A la lumière des discussions tenues par les Suppléants la veille, il y a cependant lieu de préciser que la proposition qui a été discutée à la réunion du Comité monétaire porte sur un genre de centrale des risques qui établirait une ventilation des risques plutôt selon les différentes banques que selon les pays; les travaux sur la création d'une centrale des risques de ce type seront poursuivis en tout état de cause au sein de la Communauté dans le cadre de l'harmonisation du droit bancaire des Etats membres.

M. Nash conclut en attirant l'attention du Comité des Gouverneurs sur les contributions nationales qui ont été à la base du rapport du groupe d'experts. Ces contributions constituent un dossier utile en vue d'une poursuite éventuelle des études dans ce domaine.

B. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy présente une série de statistiques couvrant les trois dernières années qui illustrent les modifications importantes intervenues dans les euro-marchés durant cette période. Il s'agit essentiellement de l'augmentation de la part des banques américaines dans les crédits bancaires en euro-devises et de la croissance rapide des centres "off-shore", ainsi que du rôle prédominant du marché des euro-devises dans le financement des déficits de la balance des paiements.

Ces observations permettent de penser:

- d'une part, que toute tentative de contrôler l'octroi de crédits bancaires en euro-devises ne peut réussir que si elle est entreprise sur le plan mondial: une action individuelle ou même à l'échelle communautaire entraînerait en effet un déplacement du marché vers les centres "off-shore",

- d'autre part, que le marché des euro-devises a exercé un effet compensatoire sur les déficits de la balance des paiements et constitue une source de liquidité internationale.

Si le contrôle des prêts en euro-devises - en vue de régulariser l'évolution de la liquidité internationale - ne semble ni particulièrement urgent, ni facile à réaliser, il ne faudrait pas préconiser le même type de "benign neglect" quant aux risques assumés par les banques commerciales en matière du financement des déficits de la balance des paiements. La BRI a fait, depuis un an et demi, des efforts afin de pouvoir présenter des statistiques plus ou moins valables sur l'endettement bancaire des différents pays individuels. Ces statistiques qui sont publiées dans le dernier rapport annuel de la BRI présentent cependant les quatre types de déficiences ci-après:

- Les chiffres ne reprennent pas tous les centres "off-shore"; ceux reproduits dans les tableaux ne comprennent que les crédits accordés par les succursales des banques américaines installées sur ces places et le chiffre global relevé à Singapour. Les autorités monétaires des autres centres "off-shore" soit ne peuvent, soit ne veulent pas fournir des renseignements.
- La ventilation complète par pays n'est pas possible pour les crédits accordés par les banques américaines, canadiennes et suisses.
- Les chiffres par pays ne distinguent pas, par exemple, entre les crédits qui sont garantis par la société mère résidant dans un autre pays et ceux qui ne bénéficient pas d'une telle garantie.
- Les tableaux ne font ressortir que les encours, et pas les lignes de crédit.

L'existence de ces déficiences conduit à penser que si l'on veut en pratique améliorer la ventilation des risques par pays, il faudrait s'adresser aux maisons mères des succursales et des banques affiliées.

C. Discussion du Comité

Le Président remercie MM. Nash et Lamfalussy et informe les membres danois, irlandais, luxembourgeois et de la Commission que les Gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de la Suisse ont discuté la veille, le lundi 12 juillet, les possibilités de mieux recenser les risques liés aux crédits bancaires accordés aux pays en voie de développement non producteurs de pétrole et aux pays de l'Est; ces Gouverneurs sont convenus de créer un groupe d'experts chargé d'étudier l'instauration éventuelle d'un système qui permettrait d'obtenir des banques commerciales un "instantané" sur la situation des crédits accordés.

M. de Strycker remercie le groupe présidé par M. Nash et le Comité monétaire d'avoir traité d'une manière aussi approfondie les aspects du marché des euro-devises. Le développement de celui-ci est la conséquence des déficits et excédents très importants de la balance des paiements qui sont apparus au cours des dernières années.

Le marché des euro-devises, grâce à sa souplesse, a permis d'éviter les grandes difficultés qu'on avait redoutées, mais son volume est devenu tel qu'il n'est plus possible d'isoler les marchés monétaires nationaux des influences qu'il exerce. D'autre part, les liquidités nationales des grands pays sont devenues en quelque sorte des liquidités internationales. Par conséquent, pour établir un contrôle du marché des euro-devises, il faudrait d'une part réduire les déficits et excédents de la balance des paiements qui sont la cause principale du développement du marché, d'autre part réglementer les mouvements des capitaux internationaux. Si le rapport des experts souligne avec justesse l'impossibilité de prendre en mains ce marché, notamment dans un cadre limité aux pays de la CEE, il convient toutefois de relancer des tentatives plus modestes mais non dénuées d'intérêt dans le domaine des risques que le marché fait courir aux participants. Il s'agirait d'abord d'établir régulièrement un compte des crédits bancaires obtenus par les ressortissants de chaque pays afin de donner aux banques une certaine indication sur l'ampleur du risque que comportent ces crédits. A cette fin, les informations recueillies par la BRI ne devraient pas seulement être améliorées mais aussi complétées par des renseignements pour chaque pays sur les autres dettes contractées et les facilités de crédits obtenues. La Banque Mondiale a déjà accompli des travaux dans ce domaine qu'il faudrait utiliser.

Outre la ventilation des risques par pays, il serait également utile d'étudier les possibilités d'instaurer un système analogue aux centrales des risques nationales qui permettrait aux banques concernées de rassembler, par l'intermédiaire d'un organisme neutre comme la BRI, des renseignements sur l'endettement d'un emprunteur déterminé. Ce second aspect de la question est certes plus délicat que le premier, mais il ne faut pas le perdre de vue.

M. Ossola estime qu'on peut tirer de l'exposé de M. Lamfalussy la conclusion que, jusqu'au début des années 1970, la liquidité internationale a été alimentée par le déficit de la balance des paiements américaine alors qu'au cours des trois ou quatre dernières années, le fonctionnement du marché des

euro-devises a été la source principale. Il s'en suit que les autorités monétaires n'ont plus de contrôle sur la création de liquidité internationale et cela d'autant plus qu'une partie croissante de l'activité des euro-marchés se déplace vers les centres "off-shore". Malgré les différences d'opinions sur les possibilités de contrôler les euro-marchés, on doit continuer le dialogue sur les moyens d'actions appropriés car, même si l'on accepte la thèse discutable d'un multiplicateur de crédit égal à 1, les euro-marchés demeurent des créateurs de liquidité internationale.

M. Théron s'associe aux félicitations qui ont été adressées au groupe d'experts présidé par M. Nash. Le marché des euro-devises continue de se développer à un rythme permanent et constitue, à l'heure actuelle, la source principale de la liquidité internationale, non seulement en raison de son volume, mais aussi du fait que - comme il est à craindre - son multiplicateur de crédit est supérieur à 1. Ce dernier aspect devrait être approfondi par les experts.

La question du contrôle des euro-marchés et celle de la centralisation des risques a fait déjà l'objet de plusieurs études qui se sont cependant heurtées à des difficultés insurmontables, soit d'ordre politique, soit de nature pratique. On a repris récemment les travaux sur la base des renseignements obtenus par la BRI et on dispose maintenant d'une ventilation plus poussée des risques par pays. Il ne faudrait cependant pas seulement remédier aux déficiences que vient de mentionner M. Lamfalussy, mais également demeurer très prudent dans l'appréciation des résultats qui sont plutôt des indicateurs que des risques. Il serait nécessaire, en particulier, de disposer d'une analyse détaillée des engagements concernant les centres "off-shore".

M. Zijlstra estime qu'une réglementation du marché des euro-devises serait souhaitable voire nécessaire car ce marché constitue un mécanisme important de création monétaire qui permet aux pays et aux entreprises de s'endetter sans aucun contrôle et condition. Les politiques monétaires nationales et même la politique monétaire internationale se trouvent ainsi contre-carrées. Il est clair, cependant, qu'à l'heure actuelle, les possibilités pratiques d'exercer un contrôle sur ce marché n'existent pas. Le contrôle de la demande implique que le recours des résidents au marché en euro-devises soit soumis à des limites. Le contrôle de l'offre constitue un problème

complexe: les banques centrales peuvent discuter de temps à autre l'opportunité de restreindre leurs placements directs ou indirects sur le marché des euro-dollars, mais il est très probable que l'imposition de réserves obligatoires serait rendue inopérante par le déplacement du marché vers les centres "off-shore". En tout état de cause, un contrôle des euro-marchés ne peut être efficace que si les autorités américaines s'y associent, or les perspectives à cet égard semblent être limitées. En ce qui concerne les travaux prévus sur la centralisation des risques, M. Zijlstra exprime le souhait que le nouveau groupe d'experts créé par les Gouverneurs du Groupe des Dix et de la CEE collabore étroitement avec la Communauté afin d'éviter tout double emploi et chevauchement inutiles.

M. Murray souhaiterait obtenir des informations plus détaillées sur les discussions des Gouverneurs du Groupe des Dix tenues la veille et sur les travaux envisagés. Il aimerait également savoir si les études porteront sur l'effet de multiplicateur de crédit du marché des euro-devises ou si on se résigne à l'impossibilité d'aboutir à un avis à ce sujet.

Le Président indique que l'aspect du multiplicateur de crédit a déjà fait l'objet de nombreux travaux que le groupe d'experts pourrait poursuivre mais sans être sûr d'arriver à des résultats.

M. Nash estime que la question de la valeur du multiplicateur de crédit est importante, mais pas primordiale. Même si le multiplicateur de crédit dans le sens strict n'est pas supérieur à 1, il reste que le marché des euro-devises est une source de liquidité internationale (cela ressort clairement de l'augmentation mondiale des réserves officielles).

M. Nash pense que les impossibilités pratiques d'un contrôle des euro-marchés - que M. Zijlstra a évoquées - pourraient être surmontées s'il existait une volonté politique d'agir dans ce domaine.

M. Zijlstra répond que même avec une volonté politique des pays de la CEE, on ne peut pas surmonter les obstacles d'ordre pratique comme notamment l'existence des centres "off-shore" et le manque de coopération des Etats-Unis.

Le Président conclut de la discussion, qu'à l'heure actuelle, il faut se concentrer sur les possibilités d'améliorer la transparence des euro-marchés - ce qui a fait l'objet de la décision prise hier par les Gouverneurs - et que le moment venu, on pourra étudier les moyens de contrôler d'une manière plus efficace les banques internationales.

IV. Rapport intérimaire du groupe de travail sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire

Le Président invite M. Bastiaanse à présenter brièvement le rapport établi par le groupe d'experts qu'il préside.

M. Bastiaanse indique que le rapport intérimaire traite essentiellement des objectifs intermédiaires des politiques monétaires menées par les Etats membres et analyse notamment les ressemblances et les différences entre ces objectifs. Bien qu'assez marquées, les différences ne constituent pas un obstacle insurmontable pour la coordination des politiques monétaires. Celle-ci se heurte plutôt aux divergences quant à l'évolution actuelle et prévisible dans le domaine des prix. Le groupe a estimé qu'à l'heure actuelle il importe de développer la compréhension mutuelle des objectifs intermédiaires des politiques monétaires menées dans les pays de la CEE. Dans cet esprit, il se propose:

- de continuer son "exercice de simulation", c'est-à-dire comparer l'évolution des différents objectifs intermédiaires en vue de mettre au point une série d'indicateurs qui pourrait servir de point de repère commun pour mieux suivre l'évolution monétaire,
- d'entamer des travaux sur le processus de transmission.

M. Baffi constate que le tableau de la page 6 du rapport fait ressortir que le Royaume-Uni ne dispose d'aucun objectif intermédiaire prépondérant. Or, étant donné l'influence de l'expansion du crédit intérieur sur l'équilibre extérieur, il serait utile de mentionner cet objectif en tant que quatrième objectif complémentaire de la politique monétaire du Royaume-Uni.

M. Zijlstra remercie les auteurs du rapport et se félicite d'avoir reçu ce rapport. Il attend avec intérêt les résultats des études envisagées qui devraient permettre au Comité de poursuivre en pleine connaissance de cause ses discussions sur la question de l'harmonisation des instruments de la politique monétaire, question qui devrait figurer au centre des travaux du Comité.

M. de Strycker s'associe aux félicitations qui ont été adressées au groupe que M. Bastiaanse préside. Le groupe a présenté une documentation très utile sur les différents objectifs intermédiaires des pays de la CEE. Il va de soi qu'une meilleure connaissance et compréhension mutuelles constituent une condition préalable pour la réalisation de l'harmonisation des instruments

de la politique monétaire et il est donc souhaitable que le groupe poursuive ses travaux dans la voie suivie jusqu'à présent.

Il existe cependant au-delà de ces études de caractère opérationnel sur les modes de fonctionnement et les instruments de la politique monétaire un aspect plus vaste et plus fondamental à savoir l'harmonisation des politiques monétaires elles-mêmes. Le Comité devra consacrer quelques réflexions sur ce sujet; il devrait, en particulier, confronter les objectifs généraux que les banques centrales de la CEE poursuivent et le rôle qu'elles entendent jouer dans la conduite de l'économie nationale.

Au nom du Comité, le Président remercie M. Bastiaanse pour le travail accompli par le groupe d'experts et invite celui-ci à poursuivre ses études. Il ajoute qu'il se propose de revenir, le moment venu et après réflexion, sur la suggestion émise par M. de Strycker.

V. Analyse de la 9^{le} 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 assez chargé, le Comité ne procède pas à cette analyse.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Prolongation du soutien monétaire à court terme accordé à la Banca d'Italia

M. Baffi indique que l'amélioration de la position de la lire italienne intervenue à la suite des élections en Italie ne signifie pas que toutes les difficultés sont déjà surmontées.

- Sauf prorogation, le régime de dépôts obligatoires sur les importations en Italie expire le 5 août; il a entraîné un report des importations jusqu'à cette date qui représente un besoin de rattrapage estimé à plus de 1 milliard de dollars
- La création excessive de liquidité par le secteur public continue. L'application du système de dépôts obligatoires s'est certes traduite, au cours des deux premiers mois de son fonctionnement, par l'absorption de la moitié de la liquidité créée par le secteur public entre janvier et juin 1976, mais ce développement ne devrait pas se poursuivre car la reconduction du système de dépôts obligatoires ne compenserait,

en principe, que les sommes qui seront libérées à l'expiration de trois mois. De ce fait, il faut s'attendre, à partir du mois d'août, à un excédent de liquidité sur le marché monétaire.

- Les incertitudes politiques notamment en liaison avec la formation du nouveau gouvernement persistent et devraient se répercuter au cours des mois à venir sur les cours de la lire italienne.

Le niveau des réserves officielles ne devrait pas être suffisant pour faire face aux pressions auxquelles il faut s'attendre. D'autre part, une politique de change qui laisserait le marché déterminer librement le cours de la lire comporterait le risque d'un mouvement de spirale vers le bas.

Compte tenu des considérations qui précèdent, M. Baffi demande au Comité des Gouverneurs de reconduire pour deux mois le soutien monétaire à court terme accordé à la Banca d'Italia étant entendu que celle-ci n'utilisera la facilité que dans la mesure où elle pourrait être consolidée par un financement à moyen terme dans le cadre communautaire ou ailleurs.

Le Président propose:

- de prolonger le soutien monétaire à court terme accordé à la Banca d'Italia pour une période de deux mois se terminant le 13 septembre 1976, dans les mêmes conditions que celles qui ont été fixées dans la lettre du 12 mai 1976 du Gouverneur Richardson au Gouverneur Baffi,
- de reprendre la question d'une nouvelle prolongation lors de la séance du 14 septembre si d'ici cette date le soutien n'a pas été utilisé en totalité ou en partie.

M. Murray exprime l'espoir que le système de dépôts obligatoires sur les importations en Italie ne sera pas prorogé au-delà du 5 août 1976.

M. Baffi indique que la Banca d'Italia a recommandé au gouvernement de proroger le système actuel en vue d'éviter une brusque augmentation de liquidité qui s'ajouterait à la création de liquidité provoquée par le Trésor. Il est important de disposer d'un délai supplémentaire en vue notamment de réfléchir sur les possibilités d'éliminer ultérieurement le système de dépôts obligatoires.

M. Murray déclare que sa remarque ne constitue pas une critique à l'adresse de l'Italie. Mais il est évident que le système italien introduit un élément de complexité dans la Communauté, que l'Irlande souhaiterait voir disparaître.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

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

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

JUIN 1976

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des banques centrales participant à la concertation (banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Suisse, du Japon, des Etats-Unis et du Canada) et les opérations d'intervention de ces dernières, durant le mois de juin 1976 et les premiers jours de juillet.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Certaines monnaies européennes ont été soumises à des pressions à la hausse ou à la baisse parfois très importantes. Leur orientation dans les marchés des changes n'a pas été uniforme: elle s'est modifiée à plusieurs reprises en fonction de la nature ou de l'interprétation des diverses informations reçues.

Certains écarts de cours très larges ont été relevés d'un jour à l'autre. Dans l'ensemble, cependant, les fluctuations ont été atténuées plus ou moins nettement par des interventions appropriées, parfois massives. Dans certains cas, l'action de la banque centrale a eu pour but d'accentuer une tendance qui s'était dessinée spontanément dans le sens souhaité par les autorités. Les fluctuations journalières notées durant la seconde quinzaine du mois ont été plus réduites, mais le volume global des interventions est resté voisin de celui des deux premières semaines. Comparés

à ceux du 31 mai, la plupart des cours du 30 juin n'accusent finalement pas de différences sensibles: pour certaines monnaies, l'appréciation ou la dépréciation reflète un changement d'orientation.

Les monnaies du "serpent" ont évolué de manières différentes vis-à-vis du dollar. Alors que les trois couronnes scandinaves s'inscrivent en recul, le mark allemand, le florin et, dans une moindre mesure, le franc belge, sont en progrès.. Ces évolutions divergentes ont entraîné un regroupement des monnaies scandinaves et de celles du Benelux. En même temps, l'écart entre l'ensemble de ces cinq monnaies et le mark allemand s'est creusé. Celui-ci s'est maintenu en permanence au bord supérieur de la bande communautaire dont la largeur a varié entre 1,85 et 2,10%.

Le florin s'est trouvé presque en permanence au bord inférieur. Toutefois, il s'est raffermi durant les derniers jours du mois à l'issue duquel c'est le franc belge qui présentait la marge la plus élevée (2,06%) vis-à-vis du mark. La Nederlandsche Bank a réagi aux pressions qui continuaient de s'exercer contre le florin en prenant certaines mesures monétaires (notamment deux hausses des taux d'escompte et d'avances) et en intervenant massivement en dollars dans le marché des changes au comptant. Ces interventions ont entraîné un resserrement du marché monétaire néerlandais et, à la fin du mois, les taux de pénalisation appliqués aux recours au crédit de la Nederlandsche Bank sont entrés en vigueur. Il en est résulté une augmentation sensible des taux d'intérêt à court terme et une amélioration du cours au comptant du florin.

Les fluctuations du franc français ont été modérées. Cette monnaie n'accuse finalement qu'un léger repli par rapport au dollar ainsi que vis-à-vis de l'ensemble des monnaies du "serpent".

Encore très irrégulières avant la mi-juin, la lire et la livre sterling se sont montrées plus stables par la suite, tout en affichant une orientation un peu meilleure.

La hausse de la lire atteint finalement un peu moins de $\frac{1}{2}\%$ vis-à-vis du dollar et environ $\frac{1}{4}\%$ en moyenne vis-à-vis des monnaies du "serpent".

Cette amélioration a suivi l'hésitation qui a marqué le comportement de la monnaie italienne avant les élections du 20 juin. Elle semble avoir été confortée par l'annonce d'une balance des paiements moins défavorable en mai ainsi que par la promesse, à Porto Rico, d'une aide internationale massive à l'Italie.

L'avance de la livre sterling est plus sensible: elle dépasse 1% vis-à-vis du dollar EU et rapproche la devise britannique de l'ensemble des monnaies du "serpent" de presque 1%. Par rapport au niveau le plus faible atteint le 3 juin, la reprise se chiffre à près de 4,50%. Elle résulte à la fois d'interventions massives de la Bank of England dans le marché des changes au comptant et d'opérations dans le marché des changes à terme qui ont eu pour effet d'augmenter fortement les taux d'intérêt de la livre à court terme.

Le franc suisse s'est inscrit successivement en hausse et en baisse, accusant souvent des écarts quotidiens marqués. Sa fermeté persiste. Pour le mois, il s'inscrit néanmoins en recul par rapport au dollar de plus de $1\frac{1}{4}$ et de $1\frac{1}{2}$ % environ par rapport à l'ensemble des monnaies du "serpent". Mais les interventions de la Banque Nationale Suisse ont été fort importantes.

Le yen et en particulier le dollar canadien ont été fermes. Le premier a bénéficié d'un accroissement rapide de l'excédent commercial japonais.

Le dollar canadien est soutenu par des importations substantielles de capitaux étrangers à long terme que favorise notamment la hauteur des taux d'intérêt au Canada. A 96,90 \$can. pour 100 \$EU, le gain pour juin représente près de 1% vis-à-vis de la monnaie américaine.

Celle-ci accuse des mouvements divers: les hausses, sur cinq places, sont comprises entre 0,18% à Stockholm et 1,31% à Zürich, les baisses, sur les sept autres, entre 0,38% à Bruxelles et 1,10% à Londres.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Le volume des interventions en dollars de l'ensemble des banques centrales qui participent à la concertation dépasse sensiblement celui du mois de mai: la somme des achats atteint près de \$2,4 milliards, celle des ventes \$2,5 milliards environ.

La Nederlandsche Bank, la Bank of England, la Banca d'Italia, la Banque Nationale Suisse et la Bank of Canada ont eu de loin l'activité la plus importante.

La première a procédé à des ventes en vue d'éviter l'apparition d'un écart de 2,25% entre le florin et le mark.

La Bank of England est intervenue exclusivement à la vente pendant la majeure partie du mois: elle a pu procéder à de très modestes rachats au cours des derniers jours. En outre, elle a effectué des prélèvements non négligeables sur ses réserves afin de couvrir ses ventes à la clientèle ou à d'autres banques centrales.

Le total des achats de la Banque Nationale Suisse, laquelle avait dès le 8 juin annoncé leur accroissement en vue de contrer la forte pression à la hausse à laquelle le franc suisse reste soumis, dépasse très largement le chiffre de mai. L'augmentation des ventes de dollars correspondant aux exportations de capitaux soumises à autorisation est sensible également. La différence s'est aussi élargie: la somme des achats d'intervention représente en effet plus de deux fois celle de ces ventes, contre 1,5 fois en mai.

La Banca d'Italia est intervenue fréquemment à la vente et à l'achat. En liaison avec la meilleure tenue de la lire, ses acquisitions ont pris une certaine ampleur au cours de la dernière semaine. Le solde du mois se traduit par une entrée nette de plusieurs centaines de millions de dollars.

La Bank of Canada a été très active dans les deux sens, mais ses opérations ne laissent finalement qu'un solde positif peu élevé.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Dans le groupe des monnaies européennes faisant partie du système de change à fluctuations limitées, certaines interventions aux limites auraient pu devenir nécessaires: elles ont pu être évitées par des interventions en dollars.

A l'intérieur de la marge, la Danmarks Nationalbank a pu procéder à un achat de marks allemands dont le montant, minime, a été affecté au remboursement partiel de sa dette envers le FECOM.

Au début du mois, la Banque Nationale Suisse a, parallèlement à ses interventions en dollars, procédé à des achats de marks allemands pour l'équivalent de quelques dizaines de millions de dollars. Ces achats ont cependant été interrompus dès le 4 juin afin d'éviter l'apparition de l'écart maximum de 2,25% entre le mark et d'autres monnaies du "serpent".

Enfin, la Federal Reserve Bank of New York a, comme précédemment, acquis des francs belges qui ont été utilisés essentiellement au remboursement de tirages "swaps", ainsi que des marks allemands et des florins. Au total, ces opérations portent sur l'équivalent de moins de \$50 millions.

Les premiers jours de juillet

Pendant les neuf premiers jours de juillet, les marchés des changes ont été calmes. Les cours n'ont dans leur grande majorité enregistré que de faibles fluctuations.

L'épaisseur du "serpent" est restée voisine de 1,90%. Le mark allemand continue à faire prime sur les autres monnaies qui sont à présent groupées dans une zone dont la largeur ne dépasse plus $\frac{1}{2}\%$, suite à un nouveau repli des trois monnaies scandinaves.

Le florin des Pays-Bas s'est encore légèrement raffermi. Le franc belge s'est maintenu au bord inférieur.

Les interventions des banques centrales du "serpent" ont été insignifiantes en dollars, nulles en monnaies européennes.

Parmi les monnaies qui ne font pas partie du système de change à fluctuations limitées, on note la persistance de la bonne orientation de la lire italienne. La Banca d'Italia a laissé se traduire ce mouvement, plus dans la reconstitution de ses réserves que dans l'amélioration des cours de sa monnaie. Elle a poursuivi ses achats d'intervention. Leur total atteint, depuis le 1er juillet, plusieurs centaines de millions de dollars.

La reprise de la livre sterling paraît plus hésitante. La Bank of England semble avoir voulu la laisser se manifester plutôt dans les cours. Toutefois, une certaine réaction s'est produite à partir du 8 juillet. Des offres ont à nouveau pesé sur le sterling: la Bank of England a freiné leur effet par quelques modestes interventions en dollars. La livre sterling s'est ainsi retrouvée après l'amélioration initiale pratiquement au niveau du 30 juin.

Les cours du franc français se sont quelque peu effrités. Ces tout derniers jours, la Banque de France a jugé devoir atténuer ce mouvement par des cessions de dollars dans le marché.

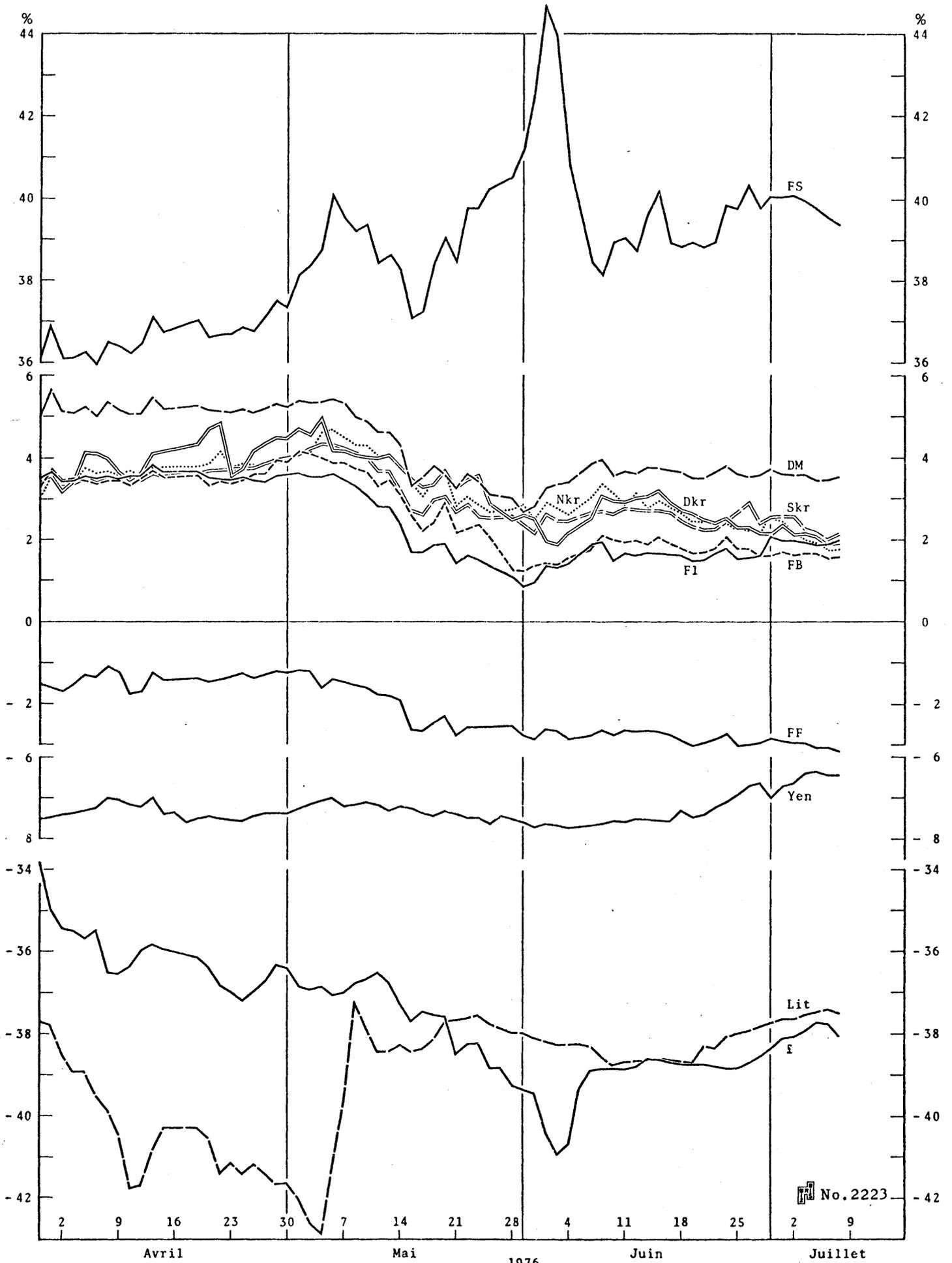
Enfin, le dollar canadien et plus particulièrement le yen sont restés fermes. La hausse de ce dernier par rapport au dollar des Etats-Unis dépasse $\frac{5}{8}\%$, celle du dollar canadien est légèrement inférieure à $\frac{1}{4}\%$. Mais alors que la Bank of Japan s'est abstenue de toute intervention, la Banque du Canada a été présente dans le marché chaque jour. Ses achats l'ont emporté nettement sur ses ventes.

Les fluctuations du dollar EU sur chacune des places reflètent plus le mouvement propre à la monnaie locale qu'une tendance particulière au

dollar. C'est ainsi qu'on le note en baisse à Tokyo, à Amsterdam, à Rome et à Montréal, en hausse à Oslo, à Paris et à Stockholm.

La Federal Reserve Bank of New York n'a effectué aucune intervention mais a poursuivi ses achats de francs belges sur une base modérée, en vue d'amortir progressivement d'anciens tirages swap.

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



* Effectifs, 1 dollar EU =
 FB 40,3344; Dkr 6,2805; FF 4,60414; DM 2,6690; F1 2,7812; Nkr 5,69606; Skr 4,56.
 Théoriques, 1 dollar EU =
 Lit 523,35; Yen 277,20; FS 3,456. £1 = \$2,8952.