

PROCES-VERBAL**
DE LA CENT-SIXIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 14 DECEMBRE 1976 A 10 HEURES

Sont présents*: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Klasen, accompagné par MM. Emminger et Jennemann; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Directeur Général de la Central Bank of Ireland, 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 Sillem; assistent en outre le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Mosca, accompagné par M. Nash; le Commissaire-Adjoint au Commissariat 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. 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 105e séance

Le Président indique que le secrétariat n'a reçu qu'une proposition d'amendement, de caractère rédactionnel.

* Le Gouverneur de la Norges Bank, M. Getz Wold, accompagné par M. Boerresen, et le Gouverneur de la Sveriges Riksbank, M. Nordlander, accompagné par M. Lundström, ont participé à la discussion des points II, III et VI de l'ordre du jour; le Président de la Banque Nationale Suisse, M. Leutwiler, a participé au débat du point VI de l'ordre du jour.

** Texte définitif, identique à celui du projet, approuvé lors de la séance du 11 janvier 1977.

Compte tenu de cet amendement, qui sera inséré dans le texte définitif, le procès-verbal de la 105e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Négociation des billets de banque italiens en grosses coupures

Le Président rappelle que suite à la demande italienne et à l'initiative prise par les autorités suisses, les pays de la CEE ainsi que l'Autriche, la Norvège et la Suède ont pratiquement mis hors commerce les coupures de 50.000 et 100.000 lires des billets de banque italiens. Cette action a pris des formes variables selon les pays, c'est-à-dire soit la forme de dispositions réglementaires, soit celle d'un "gentlemen's agreement". Or le Président Leutwiler a récemment fait savoir que l'arrangement conclu par la Banque Nationale Suisse et les banques suisses a pris fin avec effet au 1er décembre 1976.

M. Leutwiler précise que les agences de voyage et les bureaux de change - notamment ceux qui sont gérés par des ressortissants italiens ou ont des liens étroits avec l'Italie et les travailleurs italiens en Suisse - ont continué de négocier les grosses coupures des billets de banque italiens. D'autre part, les renseignements montrent qu'il existe par exemple en Allemagne et en Autriche un marché gris des billets de banque italiens qui constitue également une concurrence déloyale pour les banques suisses. Dans ces conditions, le maintien du "gentlemen's agreement" n'était plus possible.

M. Ercolani souligne que la législation italienne continue d'interdire l'exportation et l'importation des billets de banque italiens en grosses coupures. Toutefois, si les restrictions imposées à la négociation de ces billets de banque posent des difficultés aux pays partenaires, l'Italie n'insiste pas pour que ces derniers maintiennent leurs restrictions. Il s'agit, en effet, d'un problème qui est important mais qui n'est pas vital; d'autre part, les autorités italiennes ont pris de nouvelles mesures qui devraient assurer une protection contre les sorties illégales de capitaux.

Le Président déclare que le Royaume-Uni est prêt à maintenir l'interdiction que les banques ont été invitées à appliquer mais il estime que le retrait de la Suisse enlève beaucoup d'efficacité à la mesure prise en commun par plusieurs pays européens.

M. Clappier voit mal qu'on puisse lever les directives données aux banques de s'abstenir de négocier les billets de banque italiens en grosses coupures étant donné, comme l'a rappelé M. Ercolani, que l'importation et l'exportation de tels billets sont interdites. Il ne comprend pas pourquoi la Banque Nationale Suisse a rapporté le "gentlemen's agreement" au lieu de s'efforcer d'en assurer une meilleure application.

M. Leutwiler précise à ce sujet que les "gentlemen's agreements", formule traditionnelle en Suisse, ne sont normalement maintenus que dans la mesure où ils sont appliqués efficacement. Etant donné que la Banque Nationale Suisse ne dispose pas de moyen de sanction pour assurer le respect des "gentlemen's agreements", elle a préféré mettre fin à l'arrangement relatif aux billets de banque italiens.

M. Baffi rappelle que la détention d'actifs financiers à l'extérieur de l'Italie par des ressortissants de ce pays a été déclarée acte délictueux, ce qui s'est déjà traduit par des reflux importants de capitaux. Tout arrangement ou disposition pris par les partenaires qui contribuent à cette action contre l'évasion des capitaux est apprécié par les autorités italiennes. Si cependant les mesures appliquées par les pays partenaires s'avèrent inefficaces, on peut réexaminer la question.

Le Président conclut que suite à la demande formulée par la Banca d'Italia et vu le caractère illégal des transactions de billets de banque italiens en grosses coupures, la plupart des Gouverneurs sont en faveur du maintien des restrictions actuellement en vigueur.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de novembre et des premiers jours de décembre 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

Après avoir résumé les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal, M. Heyvaert attire l'attention du Comité des Gouverneurs, d'une part sur les importantes opérations de swaps que la Nederlandsche Bank et la Banque Nationale Suisse ont effectuées dans le but de régulariser leurs marchés monétaires et qui représentent pour chacune d'elles la moitié de l'augmentation

de leurs réserves; d'autre part sur l'ampleur des emprunts publics contractés par le Royaume-Uni et la France.

Le Président remercie M. Heyvaert de son rapport.

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

M. McMahon indique que les Suppléants n'ont apporté au projet de rapport qu'une modification qui est déjà insérée dans le texte qui a été remis aux Gouverneurs; ils n'ont pas d'autres remarques à formuler.

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

III. Examen du rapport intérimaire du Comité des Gouverneurs au Conseil des Communautés européennes concernant les moyens techniques susceptibles de contribuer à une plus grande stabilité des relations de change intracommunautaires (mandat confié au Comité par le Conseil le 8 novembre 1976) sur la base du document préparé par les Suppléants et du Rapport No 36 établi par le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert

A. Exposé de M. Heyvaert

Le groupe d'experts n'a été unanime que sur deux points, à savoir:

- des interventions en monnaies du "serpent" par les banques centrales de la CEE dont la monnaie flotte peuvent, sur le plan technique, se révéler utiles dans des circonstances spécifiques,
- de telles interventions doivent être soumises à une concertation préalable portant sur leur opportunité et sur le choix des monnaies à utiliser.

Sur les autres points, deux tendances se sont dégagées; toutefois, en conclusion de leur rapport, les experts soumettent au choix ou à l'approbation des Gouverneurs, les propositions suivantes.

1. En ce qui concerne l'arrangement du 26 mars 1974 relatif aux interventions intramarginales, qui a été très peu utilisé jusqu'à présent, il conviendrait de décider:

- s'il est acceptable de donner une interprétation plus libérale de la notion "not too far from the limit",
- s'il est opportun de relever les montants que les banques centrales faisant partie de cet arrangement sont disposées à fournir sans avis

préalable à leurs partenaires, pour une période d'un mois; en effet, quelques banques centrales estiment ne pas avoir une assurance suffisante de pouvoir obtenir, en cas de besoin, de l'institut émetteur de la monnaie utilisée, une augmentation des montants actuellement fixés.

2. Au sujet des interventions en monnaies du "serpent" par les banques centrales de la CEE dont la monnaie flotte, la majorité des experts pense qu'afin notamment d'assurer la plus grande rapidité possible de décision lors de la concertation préalable, il serait utile de prévoir dans un arrangement-cadre, certaines modalités concernant le financement éventuel (qui devrait se faire à travers le FECOM) et le règlement. En revanche, deux autres banques centrales sont opposées à l'adoption de procédures préétablies et au recours au FECOM dans la mesure où les interventions feraient l'objet d'un financement.

3. Deux banques centrales estiment que les facilités de crédit intracommunautaires actuelles sont suffisantes et que, si à l'avenir, une extension des crédits intracommunautaires devait se révéler nécessaire, il faudrait prendre en considération les crédits à moyen terme, seuls susceptibles d'être subordonnés à des conditions de politique économique et d'être octroyés par tranches. En revanche, la majorité des experts s'est prononcée en faveur de l'allongement d'un mois de la durée du financement initial à très court terme et d'une augmentation des quotes-parts du soutien monétaire à court terme, ce qui entraînerait une augmentation équivalente des plafonds de la facilité de renouvellement automatique du financement initial.

B. Exposé de M. McMahon

Compte tenu du mandat que le Conseil a confié en novembre au Comité des Gouverneurs et des travaux que le Comité monétaire devait mener de son côté, les Suppléants avaient initialement envisagé de soumettre aux Gouverneurs un projet de rapport intérimaire aux Ministres des Finances, rapport qui s'inspirait du Rapport No 36 établi par le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert. A leur réunion tenue le lundi 13 décembre, ils ont cependant estimé qu'il n'est pas nécessaire de présenter un tel rapport. En effet,

- le Comité monétaire n'envisage pas de transmettre un document aux Ministres avant la fin de l'année,

- la session de décembre du Conseil des Ministres sera probablement annulée,
- il est apparu inopportun de porter à la connaissance des Ministres des désaccords entre les banques centrales sur des points qui relèvent de la compétence de celles-ci et pour lesquels on inviterait en quelque sorte les Ministres à trancher; en outre, certains Suppléants sont d'avis qu'en tout état de cause les questions techniques liées aux interventions ne devraient pas faire l'objet d'un rapport aux Ministres.

Les Suppléants recommandent donc que les Gouverneurs discutent le Rapport No 36 en vue de rechercher les possibilités de rapprocher les points de vue divergents. A la lumière de ces discussions, les Suppléants et les experts seraient invités à préparer un projet de rapport pour la réunion de février 1977; ce document devrait couvrir l'ensemble du mandat confié au Comité des Gouverneurs et en particulier:

- la question de la coordination des politiques monétaires,
- la formule des zones-cibles (sur lesquelles il faudra faire rapport même s'il n'y a pas d'unanimité entre les Gouverneurs),
- l'extension éventuelle des facilités de crédit à court terme.

S'il y a unanimité, le rapport pourrait aussi inclure les améliorations en matière de pratiques et de modalités d'interventions qui seraient envisagées en vue de contribuer à une plus grande stabilité des relations de change intracommunautaires.

Le Président remercie M. McMahon et M. Heyvaert de leurs exposés.

C. Discussion du Comité

Le Président pense que le Comité est d'accord sur les propositions de procédure faites par les Suppléants.

M. de Strycker accepte l'idée de ne pas transmettre aux Ministres un rapport sur les questions techniques s'il existe des divisions entre les Gouverneurs mais il souhaite engager un débat pour tâcher de trouver des solutions aux problèmes que les experts n'ont pu résoudre à leur niveau.

M. Klasen partage l'opinion des Suppléants qu'il est inutile de présenter un rapport aux Ministres. En ce qui concerne le fond des questions soulevées, il se prononce en faveur du maintien du système actuel. En effet:

- comme l'expérience l'a montré, il est plus utile de résoudre en commun les cas d'espèce que de prévoir des arrangements-cadres ou des augmentations des crédits qui peuvent donner l'impression qu'on encourage l'inflation; les deux banques centrales qui dans le rapport des experts se sont opposées aux procédures préétablies, ont été précisément celles qui ont été les moins difficiles à convaincre à se prêter, en cas de besoin, à une solution pragmatique;
- il ne serait pas prudent de se désaisir, par l'adoption d'un arrangement-cadre, de la liberté d'action et d'option et de se soumettre ainsi indirectement à d'autres autorités, par exemple les parlements; si les facilités que les banques centrales sont éventuellement prêtes à consentir sont fixées à l'avance, il y aura tendance à les considérer comme disponibles en toutes circonstances;
- la Deutsche Bundesbank est prête, comme dans le passé, à coopérer à toute discussion pour la recherche de solutions pragmatiques dans des cas concrets, mais elle n'est ni disposée, ni en mesure d'après sa structure, de souscrire à des arrangements de nature générale l'engageant par avance.

M. de Strycker pense que les deux premières séries de questions présentées par les experts sont des problèmes très techniques qui sont entièrement de la compétence des Gouverneurs et qui devraient donc être résolus par ceux-ci. Il propose de suivre l'opinion de la majorité des experts et d'adopter, à titre expérimental, les suggestions faites en vue d'améliorer le fonctionnement des marchés des changes. La question pourrait être réexaminée à la lumière de l'expérience acquise pendant une période de six ou de douze mois.

L'extension éventuelle des crédits intracommunautaires à court terme revêt un aspect plus politique, mais les propositions que les experts ont élaborées conformément au mandat des Gouverneurs, semblent être raisonnables et pourraient être acceptées. Si les Gouverneurs ne se mettent pas d'accord à ce sujet, on pourrait éventuellement faire trancher la question par le Conseil des Ministres.

M. Zijlstra marque son accord d'une part sur la procédure proposée par les Suppléants, d'autre part sur l'opinion exprimée par M. Klasen quant au fond des questions discutées. Il ajoute les précisions suivantes:

- L'institutionnalisation des interventions en monnaies du "serpent" par les banques centrales dont la monnaie flotte déborde le cadre

des problèmes techniques pour entrer dans un domaine de principe important. Il faudrait donc se limiter à des solutions ad hoc.

- Les facilités de crédit intracommunautaires à court terme ont déjà fait l'objet d'une extension importante; si une nouvelle augmentation était jugée nécessaire pour arriver à une meilleure stabilité des relations de change intracommunautaires, elle pourrait être examinée dans le cadre plus large du rapport envisagé pour février prochain.
- Le seul problème véritablement technique concerne la notion "not too far from the limit" retenue pour les interventions intramarginales. On voit mal toutefois la justification de celles-ci lorsqu'une monnaie se trouve encore au milieu du "serpent". Les interventions intramarginales sont en effet destinées à éviter les répercussions défavorables qui se produisent à l'approche trop rapide du cours limite. Quoi qu'il en soit, les banques centrales concernées peuvent toujours s'entendre entre elles pour des interventions ne correspondant pas à ces circonstances prévues à l'origine de l'arrangement.

M. Klaser souligne le danger de suivre une tendance majoritaire qui cherche à introduire des assouplissements ou des avantages complémentaires. L'essentiel est d'oeuvrer pour la stabilité et de compter, en cas de difficultés, sur une collaboration confiante entre les banques centrales. Les autorités allemandes ne peuvent pas s'engager à permettre aux pays hors du "serpent" d'intervenir en marks du fait notamment de la très grande sensibilité de la population à la monnaie et à la valeur du signe monétaire. Cette attitude n'exclut naturellement pas la possibilité de conclure dans les cas d'espèce des arrangements ad hoc.

M. Clappier partage l'avis de la majorité des banques centrales sur les aménagements proposés en matière de technique d'intervention et de facilités de crédit. Il reconnaît cependant que toute mesure dans ce dernier domaine qui est indiscutablement politique est lié au progrès, même limité, qu'on pourra accomplir dans la voie d'une coordination plus étroite des politiques économiques et monétaires. Il convient donc de voir, dans le cadre de l'étude plus vaste prévue pour février, si l'on peut faire de tels progrès; en fonction de ceux-ci, on pourra alors réexaminer les questions laissées en suspens comme celle du crédit.

En conclusion du débat du Comité, le Président constate qu'en raison de sa nature politique la question de l'extension des crédits devrait être

réexaminée en février dans le contexte plus général du rapport que les Suppléants prépareront pour cette date. La discussion des questions liées aux techniques d'interventions, sur lesquelles persistent des désaccords, devrait être reprise dans le cadre de cette étude plus large.

Le Comité marque son accord sur ces conclusions dégagées par le Président.

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

M. Baffi indique que lors de la crise de la lire en septembre, les autorités italiennes ont préféré, au lieu de tirer sur le soutien monétaire à court terme, faire face aux difficultés en imposant de nouvelles mesures restrictives qui visaient notamment à décourager les exportations de capitaux et à accélérer les reflux, et qui touchaient également les domaines budgétaire et monétaire. Parmi ces mesures, il convient de mentionner en particulier celles qui ont un impact direct sur le marché des changes, à savoir:

- le système de dépôts obligatoires pour les achats de devises, système qui sera graduellement réduit d'ici le 15 avril 1977, date à laquelle il sera supprimé;
- l'obligation imposée aux exportateurs italiens de financer immédiatement et en devises 50% (contre 30% auparavant) de leurs créances à court terme sur leurs clients étrangers;
- une taxe sur les achats de devises qui entre-temps a été réduite de 10 à 7% et qui viendra à expiration le 18 février;
- l'encadrement de l'expansion des crédits bancaires jusqu'au 31 mars 1977; le système ne s'applique cependant pas aux prêts bancaires en devises aux ressortissants italiens; de ce fait, les banques italiennes ont recouru considérablement aux marchés étrangers et le total de leurs emprunts nets s'élève actuellement à 2,7 milliards de dollars contre 700 millions de dollars au début de 1976;
- la loi qui rend délictueux la détention d'actifs financiers non déclarés à l'étranger.

Les mesures ont eu pour effet un afflux important de devises qui s'est traduit par l'élimination de la décote de la lire sur le marché parallèle et un accroissement des réserves officielles, qui sont passées de 1,3 milliards de dollars en octobre à 3 milliards de dollars le 13 décembre.

Toutefois, ce résultat favorable a été obtenu largement grâce à une augmentation des crédits commerciaux à l'Italie et à l'application de mesures

exceptionnelles et temporaires. Il arrivera un moment où l'effet de celles-ci ne se fera plus sentir ou même se renversera. Ce sera le cas notamment après le 18 février 1977 lorsque la taxe sur les achats de devises expirera. Afin d'éviter des répercussions néfastes sur le cours de la lire, la Banca d'Italia demande aux Gouverneurs des banques centrales de la CEE de proroger encore une fois le soutien monétaire pour une période de trois mois, étant entendu, comme précédemment, que la facilité ne sera utilisée que dans la mesure où la Banca d'Italia sera assurée de pouvoir la consolider par un financement à moyen terme.

Les Gouverneurs:

- 1) décident de prolonger le soutien monétaire à court terme accordé à la Banca d'Italia pour une période qui, par dérogation à l'article VI, 2, de l'Accord aura une durée de trois mois se terminant le 13 mars 1977; cette prolongation est faite en conservant les mêmes conditions et les mêmes modalités que celles qui ont été fixées dans la lettre du 12 mai 1976 du Gouverneur Richardson au Gouverneur Baffi;
- 2) conviennent que si le soutien n'a pas été utilisé en totalité ou en partie durant ce délai, ils examineront, lors de la séance du Comité du 8 mars 1977, la question d'une nouvelle prolongation éventuelle de la facilité aux mêmes conditions.

V. Analyse de la 94e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison de l'ordre du jour chargé, le Comité ne procède pas à cette analyse.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 11 janvier 1977 à 10 heures.

RAPPORT SUCCINCT SUR
L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS DES CHANGES
DES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION

NOVEMBRE 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 États-Unis et du Canada) et les opérations d'intervention de ces dernières durant le mois de novembre et les premiers jours de décembre.

I. ÉVOLUTION DES COURS DE CHANGE

L'accalmie a régné sur la plupart des marchés des changes, après la vive agitation des mois précédents.

Au sein du "serpent", aucune tension réelle n'a réapparu. Bien plus, le retour progressif vers une situation moins tendue a pu se poursuivre tant sur le plan de la politique monétaire que sur celui des réserves officielles.

Les possibilités de rachat de devises, notamment, se sont maintenues ou améliorées: elles ont été exploitées en dollars et en marks allemands pour reconstituer les réserves. Deux banques centrales ont, d'autre part, abaissé les taux d'intérêt qu'elles avaient majorés antérieurement.

Vis-à-vis du dollar EU, toutes les monnaies à fluctuations limitées et la plupart des autres n'ont pas accusé de fluctuations journalières supérieures à 1%. A l'exception du dollar canadien et de la livre sterling, leur mouvement pour l'ensemble du mois de novembre ne dépasse pas non plus ce pourcentage.

Les tendances affichées par les monnaies du "serpent" après le réalignement du 18 octobre se sont donc confirmées.

La couronne danoise est demeurée en tête du "serpent" dont la largeur est restée supérieure à 2%. Elle n'a cédé la première place au florin que de façon passagère, fin novembre, à l'occasion d'une grève des transporteurs de produits pétroliers au Danemark.

La monnaie néerlandaise, qui a fait preuve de fermeté, s'était d'ailleurs rapprochée progressivement de la couronne danoise.

Les couronnes suédoise et norvégienne ainsi que le franc belge se sont également éloignés du bord inférieur de la bande communautaire.

Le mark allemand se trouve ainsi davantage isolé au bord inférieur. Il a atteint sporadiquement son nouveau cours plancher vis-à-vis de la couronne danoise: mais les interventions nécessaires à ces moments n'ont porté que sur des montants minimes. Il faut relever cependant que plusieurs banques centrales européennes sont intervenues assez fréquemment à l'achat de marks à l'intérieur de la marge pour un montant total substantiel.

En clôture, le 30 novembre, le "serpent" se présentait comme suit: la couronne danoise, suivie par le florin à 0,39%, précédait la couronne suédoise de 1,20%, la couronne norvégienne et le franc belge de 1,38%, et le mark de 2,22%. Ce sont la couronne norvégienne et, dans une moindre mesure, la couronne suédoise qui, en définitive, ont amélioré leur position le plus nettement en novembre, la première progressant à Copenhague de 0,75%, la seconde de 0,65%. La Norges Bank n'a procédé, il est vrai, à aucun achat de devises.

Les cours du marché reflètent donc moins encore qu'à la fin du mois d'octobre la récente réévaluation du mark. Si l'on compare ceux du 30 novembre à ceux du 15 octobre dernier, veille de l'ajustement des cours pivots, le mark n'apparaît en hausse que par rapport à la couronne danoise, à raison de $1\frac{3}{4}\%$. A l'égard des quatre autres monnaies, il accuse une légère dépréciation.

Parmi les monnaies de la Communauté qui flottent de façon indépendante, la livre sterling a retenu particulièrement l'attention.

Les marchés se sont montrés très sensibles aux informations ayant trait au sort des balances sterling et aux conditions qui seront mises à l'octroi d'un prêt du Fonds Monétaire International. Ils ont

également réagi avec vigueur aux mesures prises par les autorités, à savoir la remise en application du système des dépôts spéciaux supplémentaires et l'interdiction faite aux banques et aux autres intermédiaires financiers du Royaume-Uni de financer en livres le commerce entre tous pays tiers.

Dans ces conditions, la livre a de nouveau subi d'importantes fluctuations. Mais contrairement à ce qui s'était passé les deux mois précédents, celles-ci se soldent par une reprise de la monnaie britannique de plus de 2,50% en termes de dollar EU et d'un peu plus de 2% à l'égard des six monnaies du "serpent".

La lire italienne et le franc français se sont montrés plus stables. Alors que leur cours vis-à-vis du dollar EU est pratiquement inchangé, ils accusent une dépréciation supplémentaire, mais voisine de $\frac{1}{2}$ % seulement, à l'égard des monnaies du "serpent". Cependant, si l'on prend les interventions de la Banca d'Italia dans le marché en considération, on en conclut que la lire continuant à bénéficier des mesures prises antérieurement, a en réalité fait preuve de fermeté. Si les trois monnaies flottantes de la CEE semblent donc jouir à présent d'une tenue un peu meilleure, il n'en reste pas moins que l'écart qui s'est creusé entre elles et celles du "serpent" durant ces derniers mois demeure élevé.

Dans le groupe des monnaies non communautaires, le dollar canadien s'est affaibli de façon très marquée, en particulier dans le courant de la seconde quinzaine de novembre. Ce recul s'est produit en dépit d'interventions importantes de la Banque du Canada. D'une part, il a coïncidé avec l'apparition de l'incertitude politique engendrée par le succès du parti québécois aux dernières élections et, d'autre part, il a fait suite à la réduction de $9\frac{1}{2}$ à 9% du taux d'escompte de la Banque du Canada. A New York, le dollar canadien a perdu plus de 6% durant le seul mois écoulé et se retrouve ainsi à plus de 3% en dessous du pair.

Les autres monnaies ont fait preuve d'une meilleure stabilité. Les fluctuations quotidiennes du dollar EU ont été le plus souvent inférieures à $\frac{1}{2}$ % et n'ont jamais dépassé 1%, sauf à Londres et tout récemment à Ottawa, où les écarts plus importants étaient propres aux monnaies locales.

Le recul assez vif que le dollar des Etats-Unis avait enregistré depuis juillet 1976 vis-à-vis des monnaies du "serpent" s'est ralenti nettement, nonobstant la baisse proportionnellement sensible des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis. En moyenne, il s'est limité à moins de $\frac{1}{2}\%$ en novembre.

Pour l'ensemble du mois, le yen recule de $\frac{3}{4}\%$ en termes de dollar EU; de son côté, le franc suisse ne fléchit que de $\frac{1}{4}\%$ vis-à-vis de la monnaie américaine.

Les monnaies du "serpent" se sont donc encore appréciées en novembre en moyenne de près de $1\frac{1}{4}\%$ vis-à-vis du yen et de plus de $\frac{1}{2}\%$ à l'égard du franc suisse.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les interventions en dollars de l'ensemble des banques centrales ont atteint, à l'achat, un volume global très élevé: \$2,7 milliards. Par contre, à la vente, elles n'ont pas dépassé \$1,4 milliard. Elles ont eu lieu autant pour reconstituer les réserves que pour régulariser les cours du marché ou la base monétaire.

Les parts des banques centrales du "serpent" et de certaines banques centrales à monnaie flottante sont relativement faibles; par contre, celles de la Banca d'Italia et de la Banque Nationale Suisse à l'achat, de la Banque du Canada à la vente, sont importantes.

Les soldes se répartissent comme suit pour chacun des groupes:

- près de \$200 millions à l'achat pour les banques centrales du "serpent", la Bundesbank étant, parmi elles, la seule qui ait vendu par différence;
- \$1,3 milliard à l'achat pour les banques centrales de la CEE non membres du "serpent", grâce aux acquisitions nettes élevées de la Banca d'Italia;
- près de \$200 millions à la vente pour l'ensemble des autres banques centrales.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes des banques centrales qui participent au système de fluctuations limitées ont atteint une somme d'un peu plus de 600 millions d'UCME. Comportant toutes l'achat de marks allemands, elles ont presque exclusivement été effectuées à des cours intramarginaux, le soutien obligatoire au point extrême vis-à-vis de la couronne danoise s'étant limité à l'équivalent de 7 millions d'UCME.

A raison des deux-tiers, le produit de ces interventions a servi à la liquidation avant l'échéance du solde de dettes subsistant à l'égard du FECOM. Au-delà, il a fait l'objet, à raison de 164 millions d'UCME, d'un règlement au comptant en dollars par la Bundesbank. Enfin, l'équivalent du complément d'une quarantaine de millions d'unités de compte a été conservé en marks dans les réserves.

Ce sont les banques centrales du Danemark et de Belgique qui ont procédé aux interventions les plus importantes, à concurrence de 275 millions d'UCME pour la première et de près de 250 millions d'UCME pour la seconde.

Les opérations de la Federal Reserve Bank of New York, qui représentent presque uniquement des achats de marks et de francs suisses à des correspondants et non des interventions directes dans le marché, ont porté sur un volume global voisin de l'équivalent de \$70 millions.

* * *

Premiers jours de décembre

Durant les dix premiers jours de décembre, la livre sterling a encore progressé à l'égard du dollar EU, soit de 1,50%. D'autre part, sa dépréciation moyenne vis-à-vis des monnaies à fluctuations limitées s'est réduite d'une fraction supplémentaire, supérieure à 1%.

Le dollar canadien a enregistré également une reprise sensible. A New York, il s'est redressé de plus de $1\frac{1}{4}$ %.

La hausse des autres monnaies par rapport au dollar EU est moins élevée. Les monnaies à fluctuations limitées gagnent un peu moins de $\frac{1}{2}$ % en moyenne, le yen $\frac{1}{2}$ % aussi et le franc français $\frac{1}{4}$ % seulement. La lire italienne demeure pratiquement inchangée en termes de dollars EU.

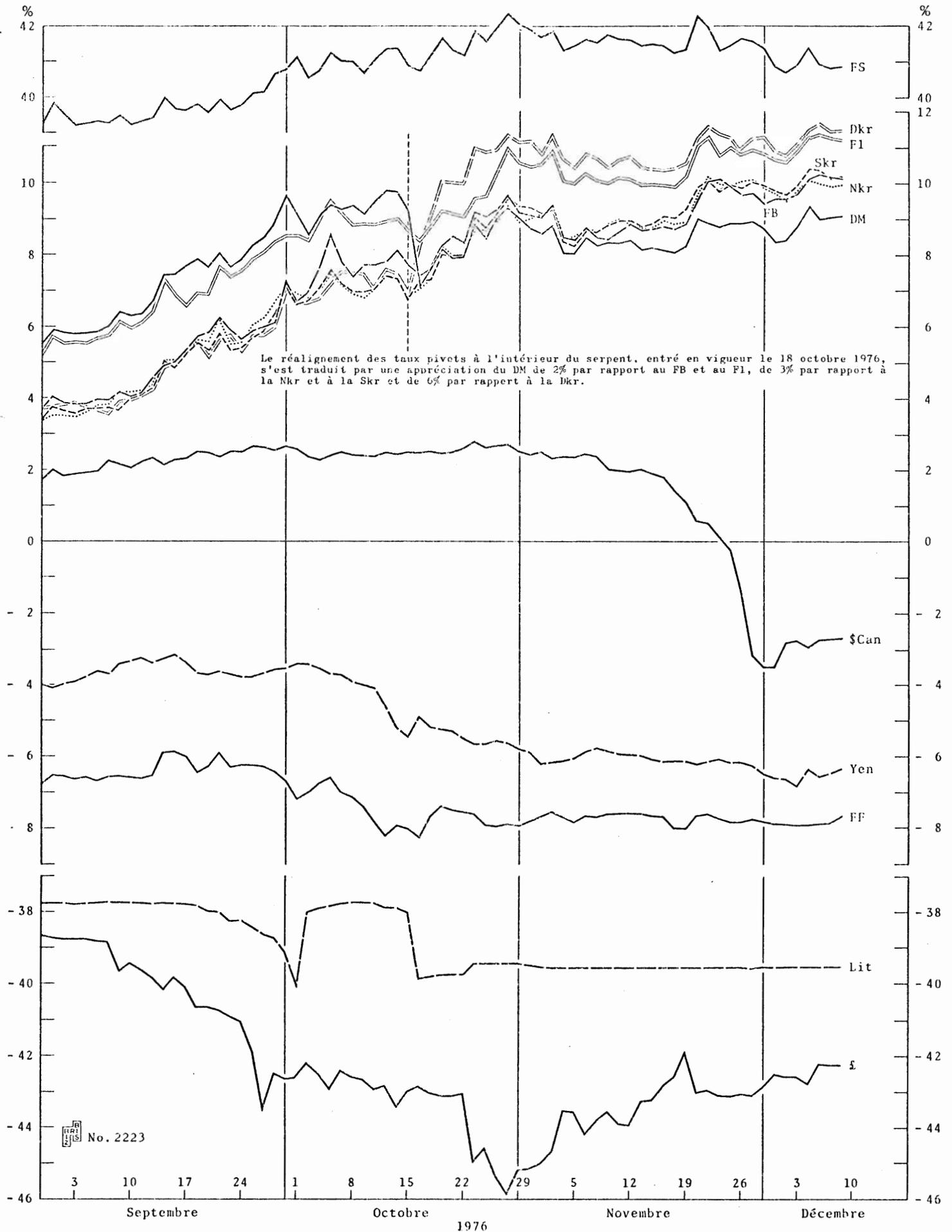
Par contre, le franc suisse a perdu 0,4% à l'égard du dollar et s'est par conséquent replié sur tous les marchés.

La physionomie du "serpent" ne s'est guère modifiée. Toutefois, le franc belge s'est raffermi modérément vis-à-vis des autres monnaies participantes. D'autre part, le soutien qui a été accordé au mark à son cours plancher vis-à-vis de la couronne danoise s'est élevé à 73 millions d'UCME. Il a fait l'objet en quasi-totalité d'un financement auprès du FECOM. En outre, la Banque Nationale de Belgique et la Sveriges Riksbank, tout comme d'ailleurs la Danmarks Nationalbank, ont procédé à des achats de marks allemands à des cours intramarginaux pour un montant total de 35 millions d'UCME. Les marks ainsi acquis ont été, à concurrence d'un peu plus de la moitié, conservés dans les réserves officielles de change et, pour le solde, réglés en dollars par la Bundesbank.

D'importantes interventions ont été effectuées en dollars. Le volume global des achats se chiffre par 1,7 milliard de dollars, celui des ventes, par contre, se limite à 400 millions de dollars environ.

Ce sont les banques centrales dont la monnaie flotte de façon indépendante, et plus précisément celles qui ne font pas partie de la CEE, qui se sont montrées de loin les plus actives. Comme en novembre, la Bank of Japan est intervenue uniquement à la vente. Ses cessions représentent la plus grande part du total des ventes. Les achats nets de la Banca d'Italia, de la Banque Nationale Suisse et de la Banque du Canada dépassent ensemble 1,3 milliard de dollars.

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

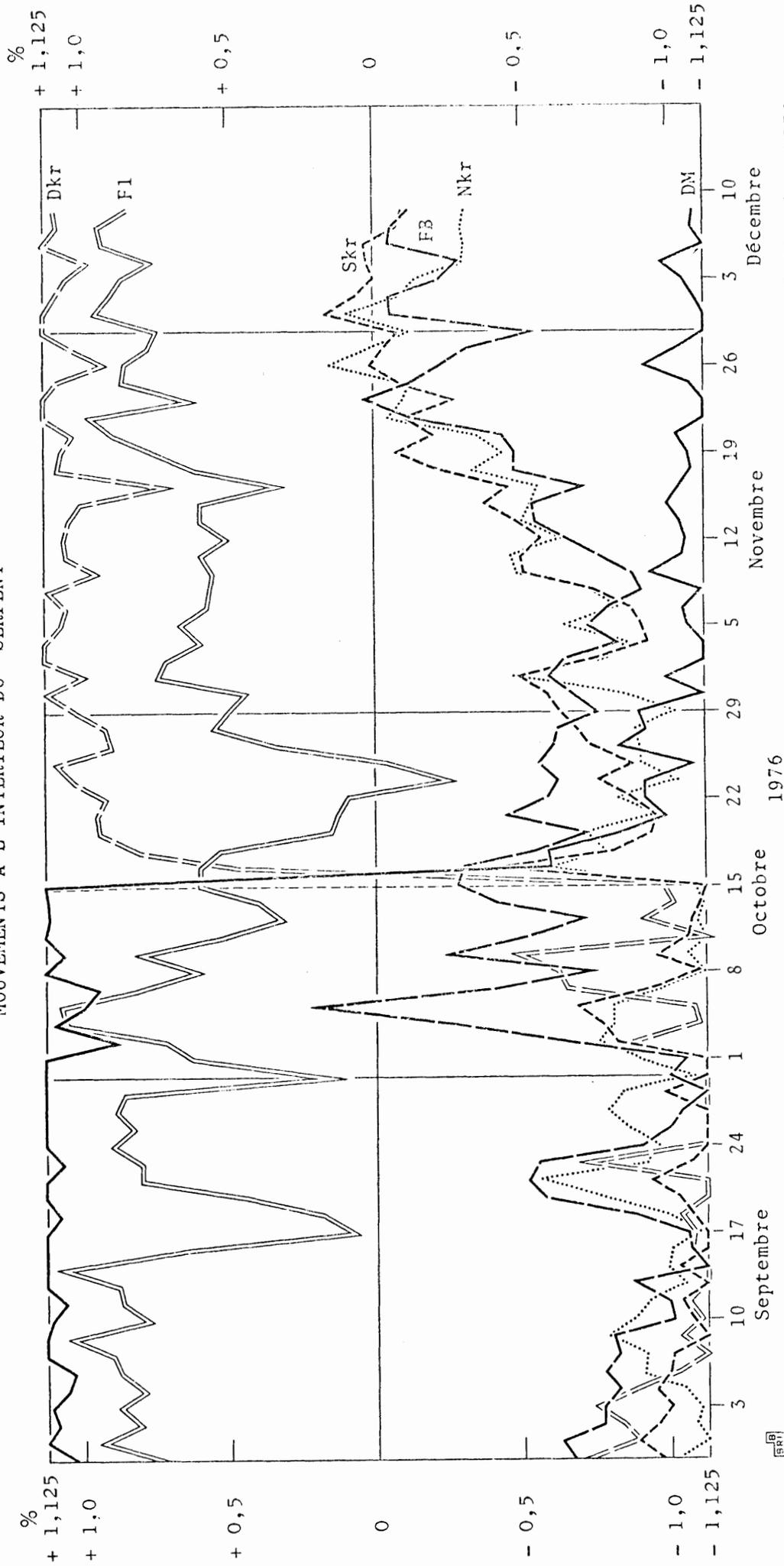


* En vigueur jusqu'au 15.10.1976:
Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; Dkr 6,28205; FF 4,60414; DM 2,6690;
Fl 2,78118; Nkr 5,69606; Skr 4,56.
Théoriques, 1 dollar EU =
Lit 523,35; Yen 277,20; FS 3,456. £1 = \$2,8952.
Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,0030.

* En vigueur à partir du 18.10.1976:
Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; FF 4,60414; Fl 2,78118.
Théoriques, 1 dollar EU =
Dkr 6,5438; DM 2,6167; Lit 523,35; Yen 277,20;
Nkr 5,75359; Skr 4,606; FS 3,456. £1 = \$2,8952.

9 décembre 1976

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"



INSEE No. 2223a

Le réalignement des taux pivots à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 18 octobre 1976, s'est traduit par une appréciation du DM de 2% par rapport au FB et au F1, de 3% par rapport à la Nkr et à la Skr et de 6% par rapport à la Dkr.

9 décembre 1976