

PROCES-VERBAL\*  
DE LA CENT-DIXIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 19 AVRIL 1977 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Central Bank of Ireland et Président du Comité, M. Murray, accompagné par MM. Breen et Reynolds; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Gleske et Jennemann; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Ercolani et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et Sillem; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Mosca et 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. 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 109e séance

Le procès-verbal de la 109e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 10 mai 1977, et ne présentant par rapport au projet que quelques légères modifications de forme.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de mars 1977 et des deux premières semaines d'avril: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du Rapport du Comité au Conseil des 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 signale que les experts ont estimé utile de joindre dorénavant au tableau habituel présentant les chiffres mensuels relatifs aux mouvements des réserves brutes, un tableau qui récapitule les données mensuelles pour l'année en cours et qui, cette fois, couvre donc le premier trimestre de 1977. En ce qui concerne les évolutions les plus notables observées au cours du mois de mars, il attire en particulier l'attention des Gouverneurs sur:

- les achats importants effectués par la Bank of England pour un montant de près de 2 milliards de dollars et le deuxième tirage, s'élevant à 750 millions, sur le crédit de 1,5 milliard consenti par un groupe international de banques, dont le solde disponible s'élève actuellement à 500 millions de dollars;
- les opérations de swap conclues par la Banque Nationale Suisse aux fins de la régularisation du marché monétaire national;
- les emprunts des organismes publics français dont le produit d'environ 170 millions de dollars s'est inscrit, en mars, en forte diminution par rapport aux deux premiers mois de l'année 1977.

Enfin, il signale d'une part que l'ajustement du 1er avril a constitué une surprise complète pour les marchés, d'autre part, que les cours de la couronne suédoise et de la couronne norvégienne qui ont été relevés durant les deux semaines qui ont suivi l'ajustement, présentent un coefficient de dépréciation sensiblement inférieur aux pourcentages de celui-ci.

B. Discussion du Comité

M. Emminger tient d'abord à dire que l'ajustement décidé le 1er avril des taux pivots au sein du "serpent" doit être qualifié de succès même si les marchés n'ont pas avalisé entièrement les modifications appliquées. On a réussi à prévenir des pressions spéculatives et, comme le Gouverneur de la Sveriges Riksbank l'a confirmé le lundi 18 avril à la réunion du Groupe des Dix, l'ampleur de l'ajustement, bien que plus modeste que les idées initiales des autorités suédoises, paraît maintenant, même en Suède, représenter le choix approprié.

A propos de la première phrase du dernier alinéa de la page 5 du projet de rapport, M. Emminger précise les raisons pour lesquelles, à la différence de la plupart des autres banques centrales participant à la concertation, la Deutsche Bundesbank n'est pas intervenue en dollars à l'achat pendant les deux premières semaines d'avril. En effet, d'une part, le deutsche mark s'est situé, pendant toute la période, au bord inférieur du "serpent" et la Deutsche Bundesbank a dû céder des devises européennes, pour une contrevaieur d'environ 300 millions de DM. Des achats de dollars auraient donc encore renforcé les tensions au sein du "serpent". D'autre part, elles auraient pu provoquer l'impression, certes erronée, que la République fédérale d'Allemagne s'oppose à une appréciation de sa monnaie en termes de dollars pour échapper aux engagements que lui impose sa position excédentaire vis-à-vis des pays déficitaires et qu'elle a toujours reconnus. Par ailleurs, l'excédent de la balance des paiements courants allemande s'est fortement réduit, et au cours des deux premiers mois de l'année 1977, on a même enregistré un léger déficit. Certes, on ne peut pas dire que l'Allemagne est entrée dans la catégorie des pays déficitaires, mais il n'est pas exclu que de temps à autre un déficit apparaisse, cette évolution étant considérée par les autorités comme la contribution de l'Allemagne au processus d'ajustement international.

M. Clappier demande à M. Heyvaert si le groupe qu'il préside a eu un échange de vues sur les fuites d'informations qui se sont produites récemment à propos du volume des interventions des banques centrales et sur les possibilités d'éviter les incidents de ce genre.

M. Heyvaert indique que cet incident, qui n'est pas sans précédent, préoccupe beaucoup les services des changes des banques centrales mais que, mis à part une concertation téléphonique, il n'a pas fait l'objet d'une discussion lors de la séance d'hier de son groupe. Il est à noter, même si ce n'est qu'une maigre consolation, que les chiffres publiés par les journaux ont été loin d'être exacts. D'autre part, il semble difficile d'éviter de telles publications, car les fuites d'informations ne proviennent pas des banques centrales mais plutôt des banques privées et des courtiers et les organismes de diffusion d'informations disposent de moyens très efficaces pour récolter rapidement des renseignements plus ou moins précis.

M. Clappier reconnaît qu'il est impossible de mettre en place un mécanisme de discrétion totale. Néanmoins, il semble utile que lorsqu'une indiscretion, même erronée, est apparue dans la presse, les banques centrales

en discutent, ne serait-ce que pour rappeler périodiquement à tout le monde que la plus grande précaution doit être prise pour assurer le maintien de la discrétion.

M. Heyvaert fait observer que même si la préférence est donnée à des opérations effectuées directement avec les banques commerciales, une partie parfois importante des interventions peut être nécessaire en bourse (lors du "fixing") et se trouve donc plus aisément connue des observateurs.

Le Président constate que les Gouverneurs souhaitent que le groupe de concertation considère le problème évoqué par M. Clappier et que M. Heyvaert fasse rapport aux Gouverneurs lors de la séance de mai.

M. de Strycker souhaiterait connaître les intentions des autorités italiennes en matière de politique de change et d'interventions.

M. Baffi rappelle aux Gouverneurs l'exposé qu'il a fait lors du dernier renouvellement du soutien monétaire à court terme accordé à la Banca d'Italia. Après la suppression de la taxe frappant les achats de devises et la réduction du coefficient du dépôt obligatoire, les paiements envers l'étranger qui ont été différés jusqu'à ce moment (on a estimé le retard de paiement à un milliard de dollars), ont pesé sur les marchés des changes et la Banca d'Italia a dû céder, entre mi-février et mi-mars, environ 800 millions de dollars dont une partie a pu être rachetée ensuite.

Les autorités italiennes pensent pouvoir défendre le taux de change actuel de la lire italienne qui leur apparaît susceptible d'assurer le caractère compétitif de l'économie italienne; en effet, d'une part, la devise italienne s'est dépréciée de 25% en 1976, tandis que sur la même période les coûts par unité produite n'ont augmenté que de 10 à 11%. Les restrictions très sévères imposées à l'économie italienne se traduiront par une réduction du taux d'accroissement du produit national brut en termes réels à 2% (comparaison de 1977 avec 1976) et une stagnation de l'activité économique au cours de l'année. Etant donné la relation fixe entre la demande interne et les importations, la balance des paiements courants devrait être, même au taux de change actuel, en équilibre au cours de l'année 1977 et en léger excédent si l'on considère la période d'avril 1977 à mars 1978.

Toutefois, si l'évolution effective démentait les prévisions exposées ci-dessus, les autorités italiennes reconsidéreraient leur politique

de change; en effet, elles se sont engagées vis-à-vis du FMI à ne pas s'opposer aux tendances fondamentales des marchés des changes et à limiter les interventions.

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

M. Breen indique que les Suppléants n'ont apporté au projet de rapport que quelques modifications qui sont déjà insérées 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. Analyse de la 98e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

A. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy fait tout d'abord remarquer, d'une part, qu'un nouveau jeu de graphiques par pays est désormais distribué aux Gouverneurs, d'autre part, que son exposé qui porte sur le diagnostic conjoncturel tant international qu'intérieur, passera délibérément sous silence les aspects monétaires étant donné que ceux-ci seront à l'ordre du jour de la réunion de mai.

Même si le diagnostic peut conduire à des interprétations contrastées et même contradictoires, il semble possible de dire que les faits à caractère international méritent, en général, une évaluation positive. La tendance vers un meilleur équilibre extérieur qui s'était déjà annoncée par le calme relatif sur le marché des changes depuis quelques mois et par une certaine convergence des taux de change, a été confirmée par les chiffres récents relatifs aux balances commerciales ou à celles des transactions courantes. Elle s'observe non seulement au sein de la Communauté (notamment la diminution sensible du surplus allemand et la réduction des déficits anglais et français), mais aussi en dehors de celle-ci: les Etats-Unis sont passés d'un surplus courant important à un déficit non négligeable, portant ainsi une partie du déficit pétrolier, tandis qu'un grand nombre de pays en voie de développement et la plupart des pays de l'Est européen ont en général amélioré leurs comptes extérieurs. Même si le surplus des pays de l'OPEP n'a pas tendance à diminuer et les déficits restent tenaces dans

les pays autour de la Méditerranée, il semble qu'on a enregistré un début d'ajustement, inespéré encore il y a un an.

Le financement des déséquilibres extérieurs rencontre moins de difficultés qu'on n'aurait pu le croire il y a encore un an. Le rôle dominant des banques commerciales dans ce financement soulève cependant deux problèmes: d'une part, l'engagement des banques dans des risques par pays peut donner lieu à des inquiétudes, d'autre part, on peut se demander si le processus d'ajustement est bien servi par l'octroi de crédits sans caractère conditionnel.

Au total, on peut dire qu'il semble y avoir un consensus sur l'analyse des problèmes dans le contexte international et sur les remèdes que l'on peut y apporter: le grand déséquilibre pétrolier continuera et doit être financé et l'ajustement des autres déséquilibres ne peut se faire que progressivement. Les besoins de financement international restent donc très importants, mais leur couverture ne devrait pas soulever, sur le plan global, de difficultés. Des pénuries localisées restent cependant possibles et pour y répondre et aussi pour introduire plus de "conditionnalité" dans le financement international, des efforts officiels paraissent nécessaires (projet d'un fonds auprès du FMI, fonds de soutien de l'OCDE).

Les mauvaises nouvelles concernent davantage l'économie interne des pays occidentaux. Certes, la reprise de l'activité économique se confirme de nouveau non seulement aux Etats-Unis, en Allemagne et au Japon, mais aussi dans d'autres pays européens; toutefois, cette reprise sera de toute évidence trop lente pour permettre l'absorption du chômage et pour déclencher des investissements visant à augmenter les capacités. D'autre part, la reprise risque d'être suffisamment rapide pour empêcher de nouvelles baisses des prix. Cette résistance de l'inflation à la baisse devrait être imputable à trois facteurs: l'impact de la hausse des prix des matières premières sur les prix à l'importation, l'inflation salariale encore qu'il convienne de noter le ralentissement sensible de l'augmentation des salaires, surtout réels, dans presque tous les pays de la CEE à l'exception de la France et de l'Italie et, enfin, le désir des entreprises de vouloir reconstituer leur marge de bénéfice fortement érodée par le passé. Une telle reconstitution est par ailleurs une condition indispensable pour la reprise des investissements et il importe donc que les politiques des revenus visant à la

stabilisation des salaires réels soient maintenues suffisamment longtemps pour qu'elles puissent se traduire, après le rétablissement des marges de bénéfice, par une atténuation de la hausse des prix extérieurs.

Dans la mesure où, comme il est à craindre, les pays répondent de manière différente, au double défi chômage-inflation, le meilleur équilibre international sera mis en péril. Aussi, dans l'intérêt de chaque pays et de la stabilité mondiale, une coordination internationale des politiques anti-inflationnistes et antichômage est souhaitable. Cette coordination devrait cependant porter sur les objectifs plutôt que sur les moyens spécifiques. Ces derniers ne devraient faire l'objet de concertation internationale que pour assurer leur cohérence et leur compatibilité.

#### B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Lamfalussy de son exposé qui a fourni aux Gouverneurs ample matière de réflexion. Il pense que M. Lamfalussy a eu raison d'exposer tant les aspects positifs que les aspects négatifs de la situation actuelle. La persistance du chômage est une question épineuse et les prestations sociales, bien que très élevées, ne peuvent atténuer ce problème que très imparfaitement. Le défi du dernier quart du 20e siècle pourrait être d'éviter qu'un jour les allocations de chômage deviennent identiques à la rémunération salariale.

M. Clappier marque son grand intérêt pour l'exposé de M. Lamfalussy. Il ne croit pas cependant qu'on puisse avoir, au cours de la présente séance, un débat approfondi, débouchant sur des conclusions valables. Il propose qu'à l'occasion de l'examen de la convergence des politiques monétaires, prévu pour la séance prochaine, l'échange de vues sur l'évolution économique et monétaire dans chacun des pays membres de la CEE soit poussé plus loin. A cette fin, il serait utile, en mai, de se réunir non seulement le matin mais aussi durant une partie de l'après-midi.

Le Président promet de réfléchir à la proposition de M. Clappier.

M. de Strycker félicite également M. Lamfalussy de son exposé et lui demande de développer les raisons pour lesquelles la reprise de l'activité économique reste et devrait rester si faible qu'on ne peut pas compter sur une résorption du chômage dans l'avenir prévisible. La réalisation de cette perspective inquiétante signifierait, sur le plan financier, une très lourde charge pour les finances publiques, des déséquilibres budgétaires élevés et

ainsi un appel important de l'Etat aux marchés des capitaux ou même aux marchés monétaires.

M. Lamfalussy répond qu'à l'heure actuelle la production industrielle a retrouvé en général le niveau maximal atteint il y a trois ou quatre ans; d'autre part, la productivité n'a pas cessé d'augmenter. La combinaison de ces deux phénomènes a entraîné la constitution d'une réserve de main-d'oeuvre dont la résorption nécessiterait une reprise conjoncturelle de longue durée. Or, il est à craindre que la reprise conjoncturelle ne se heurte, avant la résorption complète du chômage, aux limites des capacités de production.

Le manque d'investissement qu'a créé dans les dernières années ce déséquilibre fondamental entre les capacités de production et les capacités de main-d'oeuvre, n'est pas facile à expliquer. Toutefois, d'une part, les modifications intervenues dans la répartition des revenus au détriment des marges bénéficiaires des entreprises, d'autre part, l'incertitude des chefs d'entreprises sur les développements futurs d'ordre politique et social, semblent être les causes principales de ce phénomène.

M. de Strycker se demande si la réponse donnée par M. Lamfalussy ne met pas trop l'accent sur les investissements. En effet, la reprise de ceux-ci ne pourra pas à elle seule résorber le chômage dont l'importance résulte de l'insuffisance de la consommation finale.

M. Lamfalussy reconnaît que la consommation fait également preuve d'une certaine faiblesse qui est reflétée par la persistance du taux d'épargne élevé. Ce dernier phénomène a été expliqué au début par la volonté des agents économiques de reconstituer la valeur réelle de leurs encaisses, mais à l'heure actuelle il semble que le chômage amène les ménages à une plus grande prudence dans la consommation. Il s'y ajoute des facteurs particuliers comme les changements démographiques dans quelques pays avec leurs effets par exemple sur le secteur de la construction résidentielle.

M. Ortolì appuie la proposition faite par M. Clappier de procéder à un échange de vues approfondi sur les problèmes actuels des politiques économiques et monétaires, problèmes très sérieux qui sont difficiles à résoudre. Il n'est pas douteux qu'on est en présence de plusieurs phénomènes objectifs comme par exemple l'augmentation de l'offre de travail qui n'est compensée que partiellement par la diminution de la présence des travailleurs immigrés. Ce phénomène s'est accentué très fortement au cours des dernières années et il se poursuivra dans quelques pays jusqu'en 1985.

Les investissements restent une clé, bien que ce ne soit pas la seule, de la reprise économique, mais il semble que l'incertitude des chefs d'entreprise sur l'évolution de la demande joue un rôle au moins aussi important que le niveau des profits. La saturation relative de la demande dans le secteur de la construction résidentielle s'observe dans la plupart des pays membres et a été certainement accentuée par l'incertitude des ménages sur l'avenir. Les perspectives d'un accroissement plutôt que d'une diminution du chômage sont inquiétantes. Si les autorités publiques n'arrivent pas à trouver un ensemble de recettes suffisamment convaincantes pour redonner confiance, elles se trouveront en face d'une série de vives réactions. Actuellement, il y a trois voies dans lesquelles on demande aux autorités publiques de s'engager, à savoir:

- la protection de l'économie interne contre la concurrence internationale,
- la répartition du travail (sous forme par exemple de la diminution de la durée de travail ou du raccourcissement de la vie active); les syndicats voient là une première réponse au problème du chômage;
- l'accroissement massif des investissements publics qui devrait entrer en conflit avec la politique actuelle du plafonnement ou de la réduction des budgets publics.

Les dangers que ces trois voies comportent pour la poursuite de la politique de stabilité méritent une réflexion approfondie à laquelle le Comité des Gouverneurs pourrait apporter une contribution utile.

M. Emminger fait remarquer, à propos de l'intervention de M. Ortoli, que l'analyse du problème du chômage doit prendre en considération l'élément structurel. En Allemagne, par exemple, on observe qu'en dépit d'un million de chômeurs, certaines entreprises ne peuvent pas augmenter leur production par manque de main-d'oeuvre. Ce paradoxe s'explique probablement par l'immobilité régionale de la main-d'oeuvre et par son adaptation insuffisante à la demande. Il semble donc que le problème du chômage ne peut être résolu ni par une répartition du travail ni par des actions globales de stimulation, mais plutôt par des mesures spécifiques. Dans cet esprit, le nouveau programme à moyen terme que le gouvernement fédéral a adopté récemment est délibérément orienté vers une action structurelle.

M. Hoffmeyer rappelle que le problème de l'inflation et du plein emploi est un sujet de discussion depuis de nombreuses années mais qu'il est devenu probablement de plus en plus difficile à résoudre. Il pense que le Comité des Gouverneurs ne devrait pas procéder à des débats de style académique, mais plutôt centrer ses discussions sur les problèmes soulevés par la mise en oeuvre de la coordination des politiques économiques et monétaires en fonction de certaines priorités.

M. Baffi déclare que dans le cas italien, l'insuffisance des investissements n'est pas imputable à la réticence des entreprises, mais plutôt au problème de financement. La demande d'investissement existe et l'épargne des ménages est élevée mais elle est absorbée dans une très large mesure par le déficit du secteur public. Il faut donc d'abord réduire celui-ci.

M. Zijlstra partage l'opinion exprimée par M. Hoffmeyer. Il faut éviter des tours d'horizon trop généraux et se concentrer sur les problèmes qui relèvent de la compétence des Gouverneurs, à savoir les politiques monétaires.

Afin d'aboutir à des débats productifs, il serait souhaitable que la préparation qui est faite par les Suppléants, les experts et M. Lamfalussy conduise en particulier à l'établissement pour le Comité d'un catalogue de questions précises donnant la priorité aux aspects monétaires.

Le Président reconnaît que la responsabilité première du Comité se trouve dans les politiques monétaires; celles-ci se placent cependant dans le cadre plus large de la politique économique générale qu'on ne doit pas négliger. Le débat de ce matin a éclairci ce cadre et a constitué une bonne préparation pour les discussions que le Comité se propose de tenir en mai à l'occasion de l'examen du rapport établi par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse.

#### IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Le Président rappelle au Comité que dans son rapport daté du 8 mars au Conseil sur les possibilités de mettre en oeuvre des zones-cibles, le Comité s'est engagé à examiner périodiquement la cohérence des politiques monétaires avec les exigences en matière de stabilité externe et interne. Il propose d'inviter les Suppléants à examiner les divers aspects de méthode et d'organisation de ces examens et à faire rapport aux Gouverneurs lors de la prochaine séance. Il s'agit notamment de savoir dans quelle mesure le mandat du groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse devrait être élargi et

de quelle manière les travaux pourraient être coordonnés avec ceux du Comité monétaire qui est engagé dans une voie similaire.

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

V. Date et lieu de la prochaine séance

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

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

---

MARS 1977

---

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des banques centrales participant à la concertation\* et les interventions de celles-ci durant le mois de mars 1977 et les deux premières semaines d'avril.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Dans l'ensemble, les cours de change ont été remarquablement stables. Les fluctuations journalières du dollar sur les différentes places ont été le plus souvent inférieures à 1/4% et n'ont que très rarement dépassé 1/2%.

Cependant, dans certains cas, en particulier ceux des monnaies flottantes, cette stabilité a été assurée grâce à des interventions parfois importantes des banques centrales.

Au sein du "serpent", les positions des monnaies ne se sont guère modifiées.

Le florin et la couronne danoise se sont maintenus en tête, nettement séparés des quatre autres devises. Toutefois, le florin a cédé la première place à la couronne danoise dont la tenue a été favorisée par des importations élevées de capitaux.

De son côté, le mark allemand s'est rapproché progressivement du bord inférieur de la bande et y a remplacé à la fin du mois la couronne suédoise qui l'occupait sans interruption depuis fin janvier. La couronne norvégienne s'en est au contraire écartée quelque peu. Au demeurant, elle s'est inscrite en hausse sur toutes les places, Tokyo excepté.

---

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

Le franc belge conserve une légère prime sur ces trois dernières monnaies.

En fin de période, le schéma du "serpent" se présentait comme suit: la couronne danoise, suivie à 1/4% par le florin, précédait le franc belge de 1,50%, la couronne norvégienne de 1,70%, la couronne suédoise de 1,90% et, enfin, le mark de 2,05%. Durant tout le mois de mars, la largeur du "serpent" a oscillé entre 2 et 2,25%.

Aucune intervention n'a toutefois eu lieu en monnaies européennes, les banques centrales en cause étant intervenues le cas échéant en dollars pour des montants d'ailleurs peu importants.

Vis-à-vis de l'ensemble des monnaies européennes à fluctuations limitées, le dollar EU s'est replié de 0,50% de sorte que son avance depuis le début de cette année se trouve ramenée à 1,50%.

A l'égard des autres devises, il a évolué de façon assez divergente: le sens et l'ampleur du mouvement varient assez sensiblement selon le cas.

Pour sa part, la livre sterling, bénéficiant d'une amélioration de la balance des paiements courants du Royaume-Uni, enregistre une hausse de 5/8% en termes de dollar. Cependant, ce mouvement ne reflète pas pleinement la grande fermeté dont a fait preuve le sterling et qui n'a été interrompue que de façon éphémère lors des réductions successives du "minimum lending rate". La Bank of England a en effet stabilisé le cours de sa monnaie en procédant à des achats extrêmement importants de dollars, en particulier durant la dernière semaine de mars après la présentation du budget par le Chancelier Healey.

Par rapport au cours le plus bas atteint en octobre 1976, soit \$1,5550, la livre s'est redressée de 10%.

Comme la livre, le franc suisse a progressé d'un peu plus de 0,50% à New York durant le mois écoulé. La Banque Nationale Suisse n'est pas intervenue à proprement parler: ses achats de dollars dans le marché ont compensé en totalité ses ventes aux emprunteurs étrangers de francs suisses.

La tenue du franc français a été satisfaisante. Finalement, le franc gagne 3/8% à l'égard du dollar et se retrouve ainsi au niveau auquel il se situait déjà fin 1976. La Banque de France est, il est vrai, intervenue d'abord à la vente mais ensuite, et pour des montants nettement plus élevés, à l'achat.

La lire italienne, par contre, a fléchi de 3/8% en termes de dollars, en dépit du soutien, relativement modéré il est vrai, que lui ont apporté les ventes nettes de dollars de la Banca d'Italia.

Par rapport aux monnaies du "serpent", le recul de la lire atteint 0,90% de sorte qu'il ne subsiste plus rien de l'amélioration qu'elle avait pu réaliser au début de cette année.

Au contraire, la position des deux autres monnaies flottantes de la Communauté européenne n'a guère changé en mars vis-à-vis de l'ensemble de celles dont les fluctuations sont limitées: pour le premier trimestre de 1977, leur redressement reste voisin de 2 3/4% pour la livre sterling et de 1,50% pour le franc français.

Le yen est la seule monnaie qui, au terme du mois écoulé, accuse un mouvement très accentué. Il s'est, en effet, raffermi fortement à nouveau sur toutes les places. A New York, sa hausse se chiffre par un peu plus de 2%, ce qui porte à 7% environ son appréciation depuis fin novembre 1976. La Bank of Japan n'est pas intervenue de façon significative dans son marché des changes.

Elle a réduit son taux d'escompte de 6,5 à 6%.

Enfin, le dollar canadien s'est affaibli encore davantage. En termes de dollar EU, il recule de 3/4%.

## II. INTERVENTIONS AU MOYEN DE DOLLARS

Les interventions au moyen de dollars ont atteint un volume total élevé: \$4,8 milliards à l'achat et \$2,8 milliards à la vente. Elles ont eu lieu principalement pour stabiliser le cours effectif de la monnaie locale ou limiter l'ampleur des fluctuations du dollar. Celles des banques centrales du "serpent" forment à peine 4% du total, dans chaque sens.

Comme les mois précédents, ce sont les banques centrales dont la monnaie flotte qui ont procédé aux interventions les plus importantes: celles de la CEE atteignent, à l'achat, 79%, à la vente, 56% du volume total.

Le solde global net, soit \$2 milliards, se décompose de la façon suivante:

- quelques millions de dollars seulement à l'achat pour les banques centrales du "serpent", parmi lesquelles seule la Sveriges Riksbank s'inscrit en vendeur net;
- \$2,2 milliards à l'achat pour les banques centrales de la CEE non membres du "serpent", ce qui résulte surtout des acquisitions de la Bank of England;
- \$0,2 milliard à la vente pour les autres banques centrales, suite essentiellement aux cessions nettes de la Banque du Canada auxquelles s'ajoute la contrepartie de quelques achats de monnaies européennes par la Federal Reserve Bank of New York.

Pour le premier trimestre de 1977, les interventions de l'ensemble des banques centrales participant à la concertation se traduisent par un achat global net de \$4 milliards.

### III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes des banques centrales qui participent au système de fluctuations limitées ont, comme le mois précédent, été insignifiantes. Elles consistent uniquement en quelques achats de marks allemands effectués par la Danmarks Nationalbank à des cours intramarginaux pour l'équivalent de 8 millions d'UC.

\* \* \*

Les deux premières semaines du mois d'avril ont été un peu plus animées, tout d'abord après l'ajustement des taux-pivots des trois couronnes scandinaves décidé en surprise le 1er avril, ensuite, à cause de l'accentuation de la hausse du yen et plus récemment de la baisse du dollar EU.

Les cours pratiqués dans le marché après les ajustements décidés le 1er avril ont amené la couronne suédoise et la couronne norvégienne dans la partie supérieure de la bande communautaire. Après avoir ainsi rejoint la couronne danoise et le florin, elles ont consolidé leur nouvelle position.

A l'écart de ces quatre monnaies groupées finalement dans une zone dont la largeur ne dépasse pas 1/2% se trouve le franc belge qui précède le mark allemand de 3/8% environ. Les monnaies du "serpent" n'ont pas retrouvé une meilleure cohésion d'ensemble: l'écart maximum de 2,25% a été atteint et s'est maintenu entre la couronne danoise et le mark allemand.

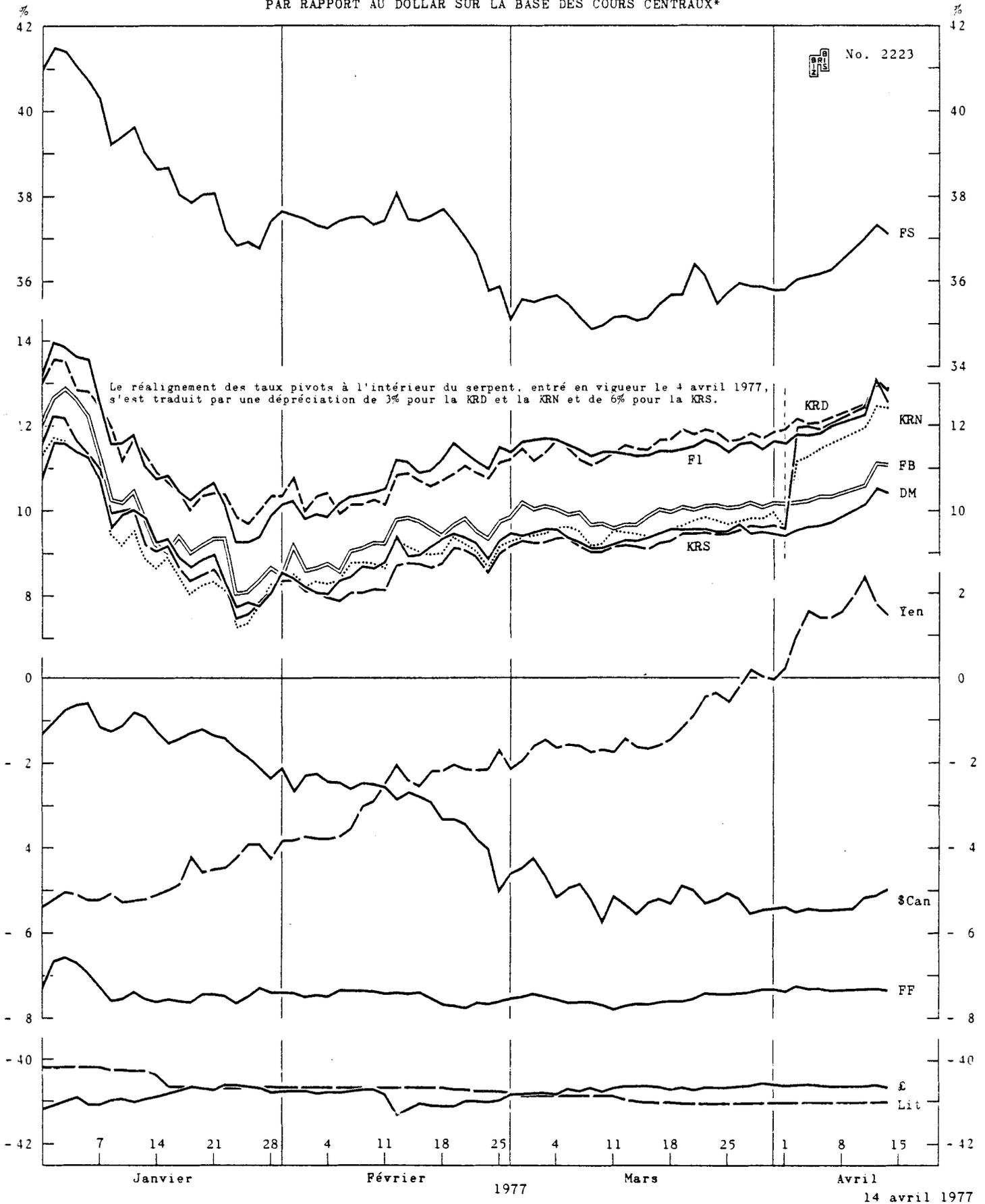
Quelques interventions ont été nécessaires pour un total de 86 millions d'UCME dont la majeure partie a fait l'objet d'un financement auprès du Fonds européen de coopération monétaire.

Les cours des quatre autres monnaies de la Communauté, soit la livre sterling, la livre irlandaise, le franc français et la lire italienne ne se sont, dans l'ensemble, guère modifiés en termes de dollars. Elles ont donc suivi pratiquement la même évolution que celui-ci vis-à-vis des autres devises.

Le dollar EU accuse, au terme de la première quinzaine d'avril, un recul moyen de 3/4% par rapport au florin, au mark allemand et au franc belge. A l'égard des trois couronnes scandinaves, ses cours font apparaître une avance qui ne correspond qu'en partie à la modification des taux-pivots de ces dernières: cette avance est particulièrement réduite à Stockholm (3 1/4%) et à Oslo (0,60%); le dollar s'inscrit, d'autre part, également en recul assez net (de 1/2 à 1%) à Zürich, Tokyo et Ottawa.

La plupart des banques centrales participant à la concertation, à l'exception notable de la Deutsche Bundesbank, sont intervenues en dollars, surtout à l'achat. L'ensemble de ces interventions se traduit par un achat global net voisin de 1,7 milliard de dollars. Les acquisitions les plus substantielles ont été effectuées par la Bank of England, la Bank of Japan et la Banque Nationale Suisse; celles de la Banca d'Italia, de la Sveriges Riksbank et de la Danmarks Nationalbank atteignent des montants relativement moins élevés, mais non négligeables.

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

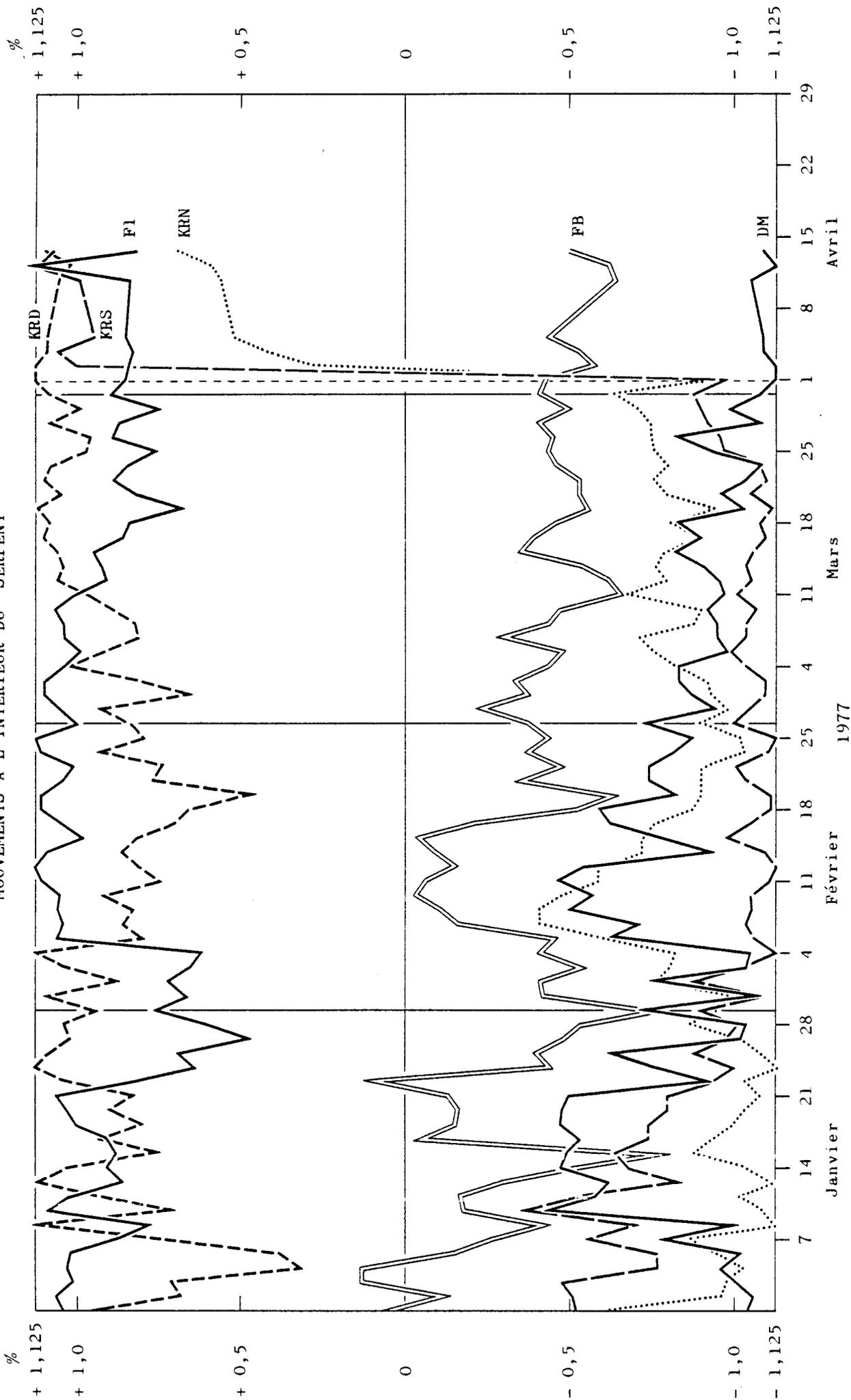


\*En vigueur jusqu'au 1.4.1977:  
Effectifs, 1 dollar EU =  
FB 40,3344; FF 4,60414; F1 2,78118.  
Théoriques, 1 dollar EU =  
KRD 6,5438; DM 2,6167; Lit 523,35;  
Yen 277,20; KRN 5,75359; KRS 4,606;  
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

\*En vigueur à partir du 4.4.1977:  
Effectifs, 1 dollar EU =  
FB 40,3344; FF 4,60414; F1 2,78118.  
Théoriques, 1 dollar EU =  
KRD 6,74615; DM 2,6167; Lit 523,35;  
Yen 277,20; KRN 5,93154; 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 1,0030.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"



Le réalignement des taux pivots à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 4 avril 1977, s'est traduit par une dépréciation de 3% pour la KRD et la KRN et de 6% pour la KRS.

14 avril 1977