

PROCES-VERBAL\*  
DE LA CENT-TREIZIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 12 JUILLET 1977 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Central Bank of Ireland et Président du Comité, M. Murray, accompagné par MM. Breen, Reynolds et Murphy; 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. Emminger, accompagné par MM. Pöhl 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, Boot et Sillem; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Fforde 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 112e séance

Le procès-verbal de la 112e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la réunion du 13 septembre 1977, et ne présentant par rapport au projet que quelques légères modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de juin 1977 et des premiers jours de juillet: 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

M. Heyvaert résume les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal et signale les mouvements les plus notables des réserves brutes des banques centrales participant à la concertation.

Le Président remercie M. Heyvaert de son rapport.

B. Discussion du Comité

M. Clappier espère que le rapport susmentionné fera l'objet d'une discussion approfondie par les Ministres des Finances de la CEE; il aimerait connaître le jugement que les autorités allemandes portent sur l'évolution récente du rapport de change entre le dollar EU et le deutsche mark (évolution qui présente un intérêt général pour toutes les banques centrales de la CEE); il aimerait savoir également si la Deutsche Bundesbank a fait des études sur la relation de change considérée comme correcte entre le dollar et le deutsche mark.

M. Emminger répond que la baisse actuelle du cours du dollar EU est un mouvement général propre à cette monnaie qui concerne non seulement le rapport du dollar avec le deutsche mark, mais aussi avec plusieurs monnaies européennes. Les conditions économiques et monétaires de la République Fédérale ne justifient pas une appréciation du deutsche mark vis-à-vis du dollar. En effet, la balance globale des paiements de l'Allemagne a enregistré, pendant le premier semestre de 1977 un déficit de près de 1 milliard de deutsches marks, qui recouvre un léger excédent courant, qui ne constitue pas en lui-même un élément perturbateur des marchés des changes et une sortie nette de capitaux. La comparaison entre les taux d'intérêt allemands à court terme et les taux de l'euro-dollar fait ressortir un écart net en faveur du dollar.

En fait, le cours du dollar EU semble faire l'objet d'une pression spéculative trouvant son origine dans la situation de la balance américaine des paiements. Le déficit courant pour 1977 est estimé actuellement à

12 milliards de dollars et même à beaucoup plus par certains; il est largement imputable aux importations de pétrole et d'autres matières premières ainsi qu'à une détérioration de la position extérieure américaine vis-à-vis du Japon. Un tel déficit ne devrait pas soulever de problèmes de financement étant donné que les pays membres de l'OPEP n'ont en général pas d'autre choix que d'investir leurs excédents soit sur le marché financier américain, soit sur le marché des euro-dollars. On peut regretter toutefois les critiques qui ont été exprimées à l'égard du déficit américain par la BRI dans son dernier rapport annuel et par d'autres voix qualifiées. En effet, ces critiques, plus le communiqué publié à l'issue de la dernière réunion de l'OCDE à Paris et certaines déclarations du Secrétaire au Trésor américain, ont contribué à créer un climat d'incertitude sur l'évolution future du cours du dollar et un ralentissement ou même un changement dans les flux des capitaux vers les Etats-Unis.

Les autorités allemandes n'estiment pas qu'il leur appartient de contrecarrer la baisse du cours du dollar; d'une part, elles considèrent que cette baisse est un mouvement propre au dollar qui se manifeste vis-à-vis nombre d'autres monnaies; d'autre part, elles respectent l'engagement, pris déjà avant la dernière réunion de l'OCDE, de ne pas s'opposer aux tendances fondamentales du marché. Les autorités américaines soutiennent d'ailleurs que le rapport de change entre le dollar et les monnaies du "serpent" n'est pas anormal et que l'évolution récente ne présente aucun caractère erratique. Dans ces conditions, la Deutsche Bundesbank ne peut guère faire plus que d'intervenir en vue exclusivement d'atténuer les mouvements erratiques (ainsi par exemple, le 11 juillet, elle a acheté 50 millions de dollars pour rétablir des conditions de marché ordonnées) et éventuellement de prendre des mesures de politique monétaire interne.

M. Clappier fait remarquer qu'on peut avoir un avis différent de celui des autorités américaines sur la nature des fluctuations des taux de change et que d'ailleurs M. Emminger semble admettre que les mouvements récents présentent un certain degré "d'erratisme". Il est compréhensible que pour des soucis de politique monétaire interne la Deutsche Bundesbank hésite d'intervenir pour des montants substantiels mais l'effet stabilisateur qu'ont exercé, malgré leur ampleur limitée, les interventions effectuées le 11 juillet par la Deutsche Bundesbank permet de penser d'une part, que les marchés

sont sensibles à l'attitude ferme adoptée par une banque centrale dont la monnaie est particulièrement visée, d'autre part, qu'une action concertée des banques centrales européennes sur les marchés des changes serait utile. Il est à souhaiter que la Deutsche Bundesbank n'hésite pas dans les prochains jours à répéter, en cas de besoin, ses interventions, qui ne devraient pas nécessairement être élevées, pour être efficaces.

M. de Strycker souligne le caractère peu indiqué des déclarations du genre de celle de M. Blumenthal qui, vu le déficit grave de la balance des paiements des Etats-Unis, aurait pu troubler encore davantage les marchés. De tels commentaires apparaissent en outre en contradiction avec la doctrine américaine selon laquelle les marchés des changes doivent déterminer la valeur des monnaies. Il est certainement impossible de convaincre les autorités des Etats-Unis qu'elles ont une responsabilité dans la valeur de leur monnaie, mais il conviendrait au moins de leur demander de ne pas compliquer davantage la situation monétaire internationale par des déclarations intempestives. Une telle préoccupation pourrait être exposée aux autorités américaines, de la part de la CEE, à l'occasion de prochaines visites aux Etats-Unis.

M. Ortoli estime que, même si les fluctuations actuelles du cours du dollar ne sont pas qualifiées d'erratiques, elles présentent en tout cas un élément de trouble et comportent un risque notamment pour la cohésion du "serpent". Devant une telle situation, et en tenant compte qu'on se trouve probablement qu'au début de la tendance à la faiblesse du dollar, il serait opportun de retenir l'idée exprimée par M. Clappier, c'est-à-dire de procéder, en cas de besoin, à des interventions concertées, qui tout en restant d'une ampleur limitée, pourraient au moins écreter les mouvements des cours.

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

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

III. Poursuite de la discussion sur la situation monétaire au sein de la CEE et sur les politiques monétaires menées par les Etats membres

M. Breen rappelle aux Gouverneurs qu'à l'issue de leur débat, du 10 mai 1977, sur le Rapport No 10 du groupe d'experts Bastiaanse, il a été décidé de poursuivre les discussions en juillet, sur la base d'un examen par les Suppléants, de quelques uns des points les plus importants qui s'étaient dégagés de l'échange de vues des Gouverneurs.

Les Suppléants ont depuis lors considéré, à deux occasions, plusieurs sujets qui peuvent être classés sous les rubriques suivantes:

- a) Financement monétaire des déficits publics,
- b) Objectifs monétaires définis, soit en termes de masse monétaire, soit en termes de crédit,
- c) Taux de change et balances des paiements.

A ces sujets s'est ajoutée une note, établie par M. Lamfalussy, sur les politiques des taux d'intérêt et les taux de change.

Au cours de leur seconde discussion, tenue le 11 juillet, les Suppléants ont particulièrement pris en considération:

- Le danger que la faiblesse récente du dollar présente pour la stabilité, qui est observée depuis quelque temps, dans les relations de change intracommunautaires (les couronnes scandinaves membres du "serpent" paraissent particulièrement exposées à ce danger);
- Les implications des achats importants de dollars effectués par les banques centrales européennes pour les politiques monétaires internes des pays membres de la CEE.

En ce qui concerne le premier aspect, les Suppléants se sont demandés si la rupture dans la stabilité des relations de change entre les monnaies européennes est inévitable ou s'il y a, au contraire, la possibilité d'agir de manière concertée, en vue d'établir une certaine solidarité européenne vis-à-vis du dollar.

Quant aux répercussions des importants achats de dollars effectués par quelques banques centrales européennes sur la liquidité interne, il a été rappelé que les objectifs internes et externes des politiques monétaires se trouvaient mieux harmonisés lorsque les taux de change étaient devenus plus stables. En revanche, l'affaiblissement actuel du dollar a créé un nouveau

conflit entre ces objectifs et il semble que les banques centrales européennes sont désormais placées devant un choix entre, d'une part, l'appréciation de leur monnaie avec les conséquences néfastes pour les exportations et le niveau de l'emploi et, d'autre part, l'acquisition substantielle de dollars qui aura pour effet de réduire les chances d'atteindre les objectifs de la politique monétaire interne.

En raison de l'importance immédiate de l'évolution actuelle du cours du dollar et de son lien avec plusieurs des points, qui ont été discutés lors de la séance du Comité de mai dernier, les Suppléants ont pensé que les Gouverneurs pourraient souhaiter centrer leur débat d'aujourd'hui sur ce sujet d'actualité. Les questions plus fondamentales évoquées en mai et mentionnées ci-dessus continueront de faire l'objet d'études et formeront une part importante du travail du "groupe Bastiaanse".

Le Président note que de l'avis des Suppléants, la grande question d'actualité, à savoir la faiblesse du dollar et ses répercussions sur la CEE et sur les taux de change et les politiques monétaires des Etats membres, devrait prendre le pas sur les questions plus générales et plus fondamentales qui devraient être reprises lors de l'examen du prochain rapport du groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse.

M. de Strycker indique que les Suppléants ont reçu de M. Lamfalussy une note traitant des rapports entre les taux d'intérêt et les taux de change. Il serait utile que M. Lamfalussy résume brièvement le contenu de cette note afin que les Gouverneurs puissent avoir un échange de vues sur la possibilité d'utiliser les taux d'intérêt en vue d'influencer les taux de change. En effet, en présence des incertitudes qui entourent l'évolution de ces derniers, il serait important de savoir quelle action pourrait être entreprise en matière de taux d'intérêt.

M. Lamfalussy indique que sa note est centrée sur les deux questions suivantes:

- Dans quelle mesure les taux d'intérêt réels peuvent-ils avoir une incidence durable sur les taux de change?
- Dans quelle mesure les variations de taux d'intérêt à court terme peuvent-elles compenser les fluctuations des taux de change et par là contrecarrer les pressions spéculatives sur une monnaie?

En raison de l'impossibilité d'avoir une idée des taux d'inflation sur une période de 5 ou 10 ans, les taux d'intérêt réels à long terme qui seraient très intéressants n'ont pas été retenus et pour répondre à la première question, seuls les taux d'intérêt à court terme ont été utilisés. On peut dire que le différentiel d'intérêt ajusté pour tenir compte de l'inflation (il s'agit des taux d'intérêt, généralement à trois mois, ajustés en fonction de la hausse des prix à la consommation observée durant les douze derniers mois) a, en fait, une influence sur les taux de change. Cette influence est cependant très variable selon les pays et ne s'observe qu'avec certains délais.

La corrélation la plus nette est suggérée par les graphiques illustrant le rapport de change entre le deutsche mark et le dollar EU et le différentiel d'intérêt réel. Ce dernier reste favorable au deutsche mark malgré l'apparition récente d'un écart négatif entre les taux d'intérêt nominaux respectifs. En revanche, l'expérience des Pays-Bas est la moins probante, mais la forte position de la balance des paiements courants de ce pays semble expliquer, qu'en dépit d'un différentiel d'intérêts réel négatif, le florin s'est maintenu grosso modo par rapport au deutsche mark.

On peut donc avouer que les relations entre les taux d'intérêt et les taux de change ont une certaine importance mais que, quand les fluctuations de ceux-ci sont très fortes et soudaines ou quand les déséquilibres de balance des paiements sont très grands, ces relations sont peu nettes.

Quant à la seconde question, l'expérience justifie l'idée selon laquelle la politique des taux d'intérêt peut être un moyen à court terme de compenser la pression spéculative (à la hausse ou à la baisse) s'exerçant sur une monnaie. Elle n'est cependant pas suffisante dans des périodes de spéculation très vive, c'est-à-dire lorsque les déports et reports fluctuent très fortement, elle doit alors être accompagnée d'autres actions comme les interventions sur le marché des changes. Au Royaume-Uni, par exemple, les fluctuations des taux d'intérêt à court terme - d'abord vers le haut, puis vers le bas - auraient dû être beaucoup plus marquées si l'on avait voulu stabiliser le taux de change livre/dollar au comptant par la seule utilisation de la politique des taux d'intérêt.

En revanche, la vive remontée du déport à terme du florin et du franc belge par rapport au deutsche mark, au printemps et en automne 1976, a été largement compensée par la hausse des taux sur le marché monétaire, mais

ce mouvement n'aurait pas été suffisant pour stabiliser le taux de change des deux monnaies concernées s'il n'y avait pas eu d'interventions massives sur le marché des changes et, dans le cas belge, la protection fournie par le double marché des changes.

Le Président remercie M. Lamfalussy de son étude très précieuse qui mérite d'être examinée d'une manière plus approfondie.

M. de Strycker pose les deux questions ci-après:

- Les mouvements des taux de change étant fondés sur les perspectives en matière de taux d'inflation différenciés, est-il possible de distinguer les anticipations cambiales correspondant à ce différentiel de celles qui vont au-delà et sont donc de nature purement spéculative?
- Est-il possible de mesurer l'incidence de la politique des taux d'intérêt, en la distinguant de l'effet des interventions, sur le mouvement des taux de change?

M. Lamfalussy répond à la première question que les variations des reports et déports reflètent un changement d'anticipation nourri soit par l'attente d'une modification du rythme d'inflation, soit par d'autres considérations, comme par exemple, dans le cas de la livre sterling, l'effet du soutien accordé par le Fonds Monétaire International et la BRI. Ainsi, la diminution radicale du déport de la livre sterling est intervenue juste au moment où la hausse des prix s'accélérait. On doit donc se demander combien de temps le marché à terme peut maintenir de telles anticipations sans qu'il n'y ait de réduction effective du différentiel d'inflation.

En ce qui concerne la deuxième question, il est à noter que dans les deux cas anglais et italien, le théorème de la parité des taux d'intérêt ajustés pour la hausse des prix n'a pas joué sur une longue période, tant en raison des imperfections du marché que des interventions massives faites par les banques centrales.

M. Zijlstra indique que l'évolution actuelle du dollar, qu'elle soit erratique ou fondamentale, risque de raviver les tensions au sein du "serpent" et requiert une action à la fois des Etats-Unis et des pays européens en matière de politique des taux d'intérêt. En effet, comme l'a exposé hier M. Wallich, le retournement de la balance commerciale américaine

qui représente près de 40 milliards de dollars au cours d'une année s'explique pour environ 50% par l'écart de cycles conjoncturels entre les Etats-Unis et les pays européens. Il conviendrait donc de baisser les taux d'intérêt en Europe et de les relever aux Etats-Unis. Certes, il sera difficile de convaincre les autorités américaines, car elles continuent de concevoir leur politique économique en termes du niveau de l'activité économique sans tenir compte des répercussions sur le taux de change du dollar, mais il faudrait tâcher de leur faire comprendre que les pays européens dépendent du dollar et qu'un aménagement du différentiel d'intérêt entre l'Europe et les Etats-Unis s'impose, d'autant plus que les autorités américaines elles-mêmes reconnaissent que la conjoncture dans leur pays est bonne.

M. Pöhl fait remarquer au sujet de l'exposé de M. Lamfalussy qu'il hésite à mettre les anticipations inflationnistes sur le même plan que les déports et reports. En effet, s'il est admis que le différentiel d'inflation joue un rôle important pour l'évolution à long terme des taux de change, il ne constitue pas un élément décisif pour le comportement à court terme des cambistes des banques et des gestionnaires de trésorerie d'entreprise.

M. Pöhl estime que l'évolution du cours du dollar au cours des neuf derniers mois a suivi largement les différentiels d'intérêt. Des éléments spéculatifs ont pu apparaître récemment, suite à des déclarations intempestives, mais il faut se rendre compte que le renversement de la tendance du dollar s'est déjà produit à l'automne dernier. Depuis octobre 1976, les banques centrales participant à la concertation ont acheté des dollars pour un montant de 16 milliards, dont plus de 12 milliards au cours du premier semestre 1977, alors que la situation était opposée durant la période précédente. La plus grande partie de ces afflux de dollars a pris la direction du Royaume-Uni, par suite certainement du différentiel d'intérêt en faveur de la livre qui a commencé à exercer son effet à partir du moment où la poursuite de la dépréciation de la livre n'était plus probable.

Cette situation n'a inquiété personne car les pays bénéficiaires des afflux de dollars en ont profité pour reconstituer leurs réserves. Il en irait différemment si les flux de dollars se dirigeaient vers les pays excédentaires, comme l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suisse, mais cela ne s'est

produit que dans une faible mesure, grâce notamment au différentiel d'intérêt entre ces pays et les Etats-Unis et en faisant abstraction du différentiel d'inflation qui joue peu de rôle à court terme. On peut donc admettre qu'une accentuation du différentiel d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Europe serait souhaitable et pourrait contribuer à la stabilisation de la situation monétaire internationale.

M. Lamfalussy se déclare d'accord avec MM. Zijlstra et Pöhl sur le rôle des taux d'intérêt dans les relations de change entre l'Europe et les Etats-Unis. Il souligne que, dans ce pays, le rythme d'inflation s'est accéléré au cours des six derniers mois ce qui a dû retentir sur les anticipations en matière de taux de change. Un relèvement des taux d'intérêt américains aurait un double effet: d'une part, il montrerait que les autorités américaines sont conscientes de la persistance du phénomène inflationniste, d'autre part, il pourrait contribuer à stabiliser le taux de change du dollar.

En ce qui concerne la méthode utilisée pour calculer les différentiels d'intérêt ajustés en fonction de la hausse des prix, M. Lamfalussy fait remarquer que cette méthode n'est qu'une approche provisoire et il se propose de développer, avec l'accord des Gouverneurs, d'autres instruments d'analyse qui refléteraient mieux les anticipations inflationnistes.

M. Balfour estime, comme M. Pöhl, que d'autres facteurs peuvent jouer des fois un rôle plus important que les anticipations inflationnistes qui, de toute façon, ne sont point mesurables. Ainsi, au cours de l'automne 1976, la hausse des taux d'intérêt à court terme au Royaume-Uni et un différentiel d'intérêt élevé, en faveur de ce pays, n'ont pas eu d'effet sur la tenue de la livre sur les marchés des changes tandis que l'afflux de capitaux s'est produit au moment où les taux d'intérêt baissaient et où le taux d'inflation s'accélérait.

Le Président pense que les remarques des membres du Comité ont montré l'intérêt de l'étude de M. Lamfalussy dont les suites seront certainement très appréciées.

Sur le plan de la politique à adopter à l'égard du dollar, il constate que les Gouverneurs acceptent l'idée avancée par M. Zijlstra d'agir sur l'écart des taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Europe par un relèvement des taux d'un côté et un abaissement de l'autre. Il reste cependant à voir comment on peut obtenir un tel résultat.

Tout en se déclarant d'accord sur la proposition de M. Zijlstra, M. Baffi réserve la position de l'Italie. Une baisse des taux d'intérêt, dans ce pays, présenterait le danger d'entrer en conflit avec la lutte contre l'inflation et le redressement de la balance des paiements courants. En effet, avec des taux d'intérêt plus bas, non seulement les entrées de capitaux seraient moins importantes, mais le financement du secteur public serait également réduit et devrait dès lors être davantage couvert par des ressources monétaires.

M. Zijlstra précise que son idée d'abaisser les taux d'intérêt en Europe concerne plutôt les pays à position extérieure forte que ceux qui ont encore une balance des paiements critique.

Le Président indique que, comme en Italie, une baisse des taux d'intérêt ne serait pas compatible en Irlande avec la politique visant à atténuer l'inflation et à réduire le financement monétaire du Trésor.

IV. Analyse de la 101e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

Le Comité ne procède pas à cette analyse.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

M. de Strycker rappelle au Comité que la présidence du Conseil des Communautés européennes sera assumée, pendant le second semestre de 1977, par la Belgique. A l'occasion des premières sessions du Conseil, les Ministres belges concernés indiqueront les domaines dans lesquels ils souhaiteraient que la Communauté accomplisse des progrès.

En ce qui concerne l'assistance monétaire et financière, le Ministre des Finances belge proposera prochainement:

- d'augmenter les quotes part du soutien monétaire à court terme étant entendu que cette facilité ne serait disponible que si le pays demandeur respecte les objectifs monétaires et budgétaires définis au niveau communautaire;

- d'accroître le montant du concours financier à moyen terme en volume, étant entendu que l'utilisation de ce crédit se ferait par tranches, moyennant le respect des conditions de politique économique fixées pour chacune des tranches.

Le Comité prend acte de la communication de M. de Strycker.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 13 septembre 1977, à 10 heures.

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

---

JUIN 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 juin et les premiers jours de juillet 1977.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Au calme qui avait régné sur la plupart des marchés des changes durant les premières semaines du mois de juin a succédé, les derniers jours, une plus grande animation. Le communiqué publié à l'issue de la réunion de l'OCDE à Paris, selon lequel les pays excédentaires ne s'opposeraient pas à une appréciation de leur monnaie conformément aux tendances fondamentales des marchés, a ravivé l'intérêt pour le yen, le mark, le franc suisse et le florin.

Les fluctuations journalières des cours de change, qui n'avaient qu'exceptionnellement dépassé 0,25%, se sont élargies. C'est ainsi que les cotations d'un certain nombre de monnaies présentent à fin juin des différences assez importantes par rapport à fin mai.

Plutôt stables dans la plupart des cas avant la dernière semaine du mois, les cours du dollar ont ensuite été orientés à la baisse. Pour l'ensemble de juin, les écarts sont très variés en sens et en ampleur selon la place: vis-à-vis des autres monnaies flottantes, le dollar canadien excepté, le dollar EU s'inscrit en recul; par contre, il a progressé à l'égard des monnaies participant au système de fluctuations limitées, exception faite du franc belge et surtout du mark allemand.

---

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

Ces divergences ont profondément modifié la physionomie du "serpent": les positions des monnaies y ont considérablement changé et d'autre part, en fin de mois, l'écart séparant le florin, monnaie la plus forte, de la couronne suédoise au bas de la bande ne s'élevait plus qu'à 0,90%.

La couronne suédoise a été soumise à de fortes pressions à la suite de rumeurs persistantes sur une nouvelle dévaluation de cette monnaie. Peu avant le milieu du mois, elle est tombée au bord inférieur du "serpent", qu'elle n'a plus cessé d'occuper ensuite malgré un redressement ultérieur qui explique notamment le rétrécissement de la bande communautaire.

Les appréhensions relatives au sort de la couronne suédoise se sont répercutées sur la tenue des couronnes danoise et norvégienne. Cette dernière a subi la dépréciation la plus importante dans la bande communautaire; du bord supérieur, elle a glissé en effet, en fin de mois, à 0,10% seulement de la monnaie la plus faible. En début de période, la couronne norvégienne avait bénéficié de l'effet de la conversion partielle, dans le marché, du produit d'un emprunt contracté à l'étranger. La couronne danoise a mieux résisté et s'est maintenue plus près des monnaies fortes.

Le florin néerlandais, placé à certains moments sous l'effet du niveau très bas de ses taux d'intérêt à très court terme, a dû céder temporairement la place en tête du "serpent", tantôt à la couronne norvégienne, tantôt au franc belge. Vers la fin du mois toutefois, il s'est redressé de façon assez vigoureuse, précédant finalement les suivants immédiats de 0,50%.

Le franc belge a également subi des fluctuations importantes. Il s'est raffermi régulièrement et s'est situé temporairement en tête du "serpent". L'abaissement d'un demi pour cent des taux d'escompte et d'avances officiels en Belgique l'y a ensuite ramené en position médiane.

Le mark a réalisé une avance remarquable, soit 1,15% en moyenne vis-à-vis de ses partenaires, ce qui lui a valu de remonter du bord inférieur de la bande communautaire à 1/2% du florin.

L'intérêt des marchés s'est également porté sur le franc suisse et plus spectaculairement sur le yen, qui ont tous deux réalisé une avance sensible vis-à-vis de toutes les autres monnaies. Par rapport au dollar, le yen a progressé de plus de 4% et le franc suisse de 1,75%.

La lire italienne et la livre sterling ont gagné respectivement  $1/8$  et  $1/4\%$  environ par rapport au dollar,  $0,30$  et  $0,40\%$  vis-à-vis des monnaies qui participent au système de rétrécissement des marges. L'avance des cours du franc français est plus élevée; elle a atteint respectivement  $0,50$  et  $0,75\%$ . Mais la bonne tenue de ces trois monnaies ressort plus nettement de la hauteur des interventions des banques centrales émettrices, lesquelles ont toutes trois acheté des quantités considérables de dollars.

Par contre, parmi les monnaies flottantes, le dollar canadien est le seul qui ait dû céder du terrain au dollar EU: le recul se chiffre par  $0,90\%$ .

## II. INTERVENTIONS AU MOYEN DE DOLLARS

Le volume total des interventions en dollars des banques centrales qui participent à la concertation est de beaucoup supérieur à celui du mois de mai. Les achats, en forte hausse à  $\$5,3$  milliards, dépassent largement, soit de  $\$3,7$  milliards, les ventes qui s'inscrivent en diminution à  $\$1,6$  milliard.

L'importance du premier chiffre de même que celle du solde global net est due pour la plus grande part aux opérations des banques centrales (en particulier la Bank of England) de la CEE qui ne participent pas au système de fluctuations limitées: ces dernières ont procédé essentiellement à des achats. Le solde de l'ensemble de leurs interventions se chiffre par  $\$3,9$  milliards.

Par contre, les banques centrales du "serpent" sont intervenues davantage à la vente. Sous l'influence des cessions importantes effectuées par la Sveriges Riksbank en vue de soutenir sa monnaie, leurs opérations se soldent par une vente globale de  $\$0,6$  milliard.

Enfin, celles des banques centrales qui ne sont membres ni de la CEE, ni du "serpent", se soldent par un achat global de  $\$0,4$  milliard, principalement suite aux interventions de la Banque Nationale Suisse.

Notons l'abstention complète de la Deutsche Bundesbank et de la Federal Reserve Bank of New York et pratiquement complète de la Bank of Japan.

## III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Quelques interventions en monnaies européennes ont été effectuées; leur total porte sur l'équivalent de 23 millions d'UCME. Elles ont consisté

d'une part, en des ventes de marks allemands et de florins par la Danmarks Nationalbank, qui ont été faites à des cours intramarginaux et n'ont donné lieu à aucun financement; d'autre part en des achats de florins et des ventes de marks allemands, pour un montant modique, par la Banque de France.

\* \* \*

Les nouvelles orientations et les divergences qui s'étaient amorcées dans les marchés des changes au cours des derniers jours du mois de juin se sont accentuées durant la première semaine de juillet.

Le dollar EU a poursuivi son repli, parfois de manière très nette (plus de 1,25%), sur tous les marchés, sauf à Londres et à Montreal où il est partiquement inchangé.

La hausse des cours du mark allemand s'est amplifiée; par ailleurs, les trois monnaies scandinaves, en particulier la couronne suédoise, ont encore perdu du terrain.

Le mark allemand s'est détaché franchement en tête du "serpent" et l'écart qui le sépare de la couronne suédoise est passé à près de 1,60%. Ce pourcentage donne la mesure de la largeur de la bande communautaire où le florin et le franc belge se sont aussi appréciés vis-à-vis des monnaies scandinaves.

Parmi les monnaies flottantes de la Communauté, le franc français, dont le progrès vis-à-vis du dollar est voisin de 1%, s'est montré très ferme. L'avance de la lire italienne est plus modeste. Dans ces deux cas cependant, elle a été modérée par les interventions relativement élevées des banques centrales en cause.

La livre sterling s'est montrée quelque peu hésitante durant les deux derniers jours en raison de la perspective de nouvelles difficultés en matière de politique salariale. Elle termine pratiquement inchangée vis-à-vis du dollar.

Parmi les autres monnaies, mentionnons l'avance du franc suisse égale à celle du mark, ainsi que le nouveau progrès réalisé par le yen malgré la spectaculaire appréciation déjà enregistrée durant tout le mois de juin.

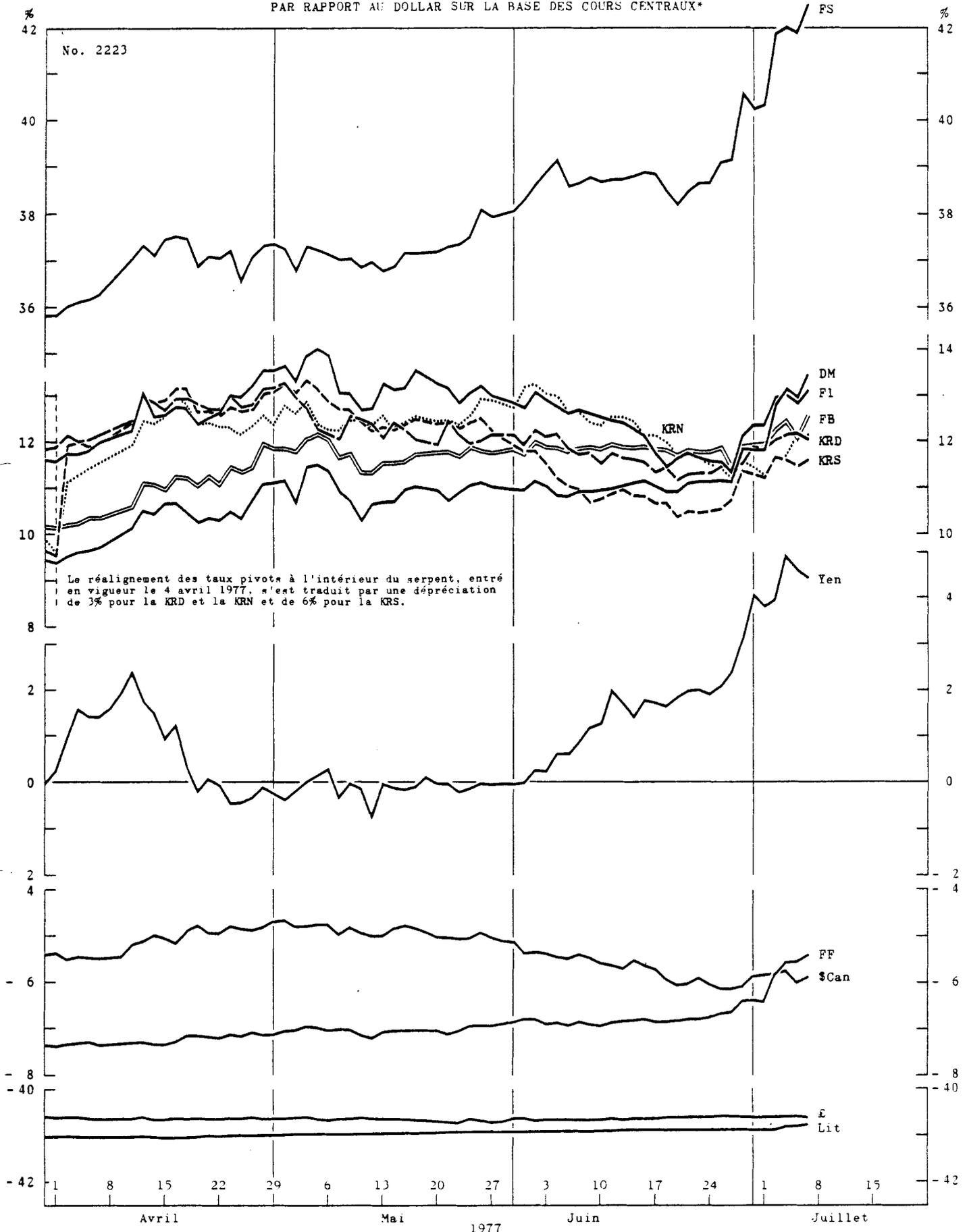
Les achats d'intervention en dollars de l'ensemble des banques centrales l'ont encore largement emporté sur les ventes à raison de plus de 1,1 milliard de dollars. Les chiffres les plus élevés sont notés:

- à l'achat, pour la Banca d'Italia, la Banque de France, la Bank of England (par solde), la Bank of Japan et la Deutsche Bundesbank;
- à la vente, pour la Sveriges Riksbank.

Des ventes de montants très peu élevés ont été effectuées en monnaies européennes par la Danmarks Nationalbank à l'intérieur des marges, sans financement.

D'autre part, la Banque de France a procédé à des ventes un peu plus importantes de marks allemands.

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



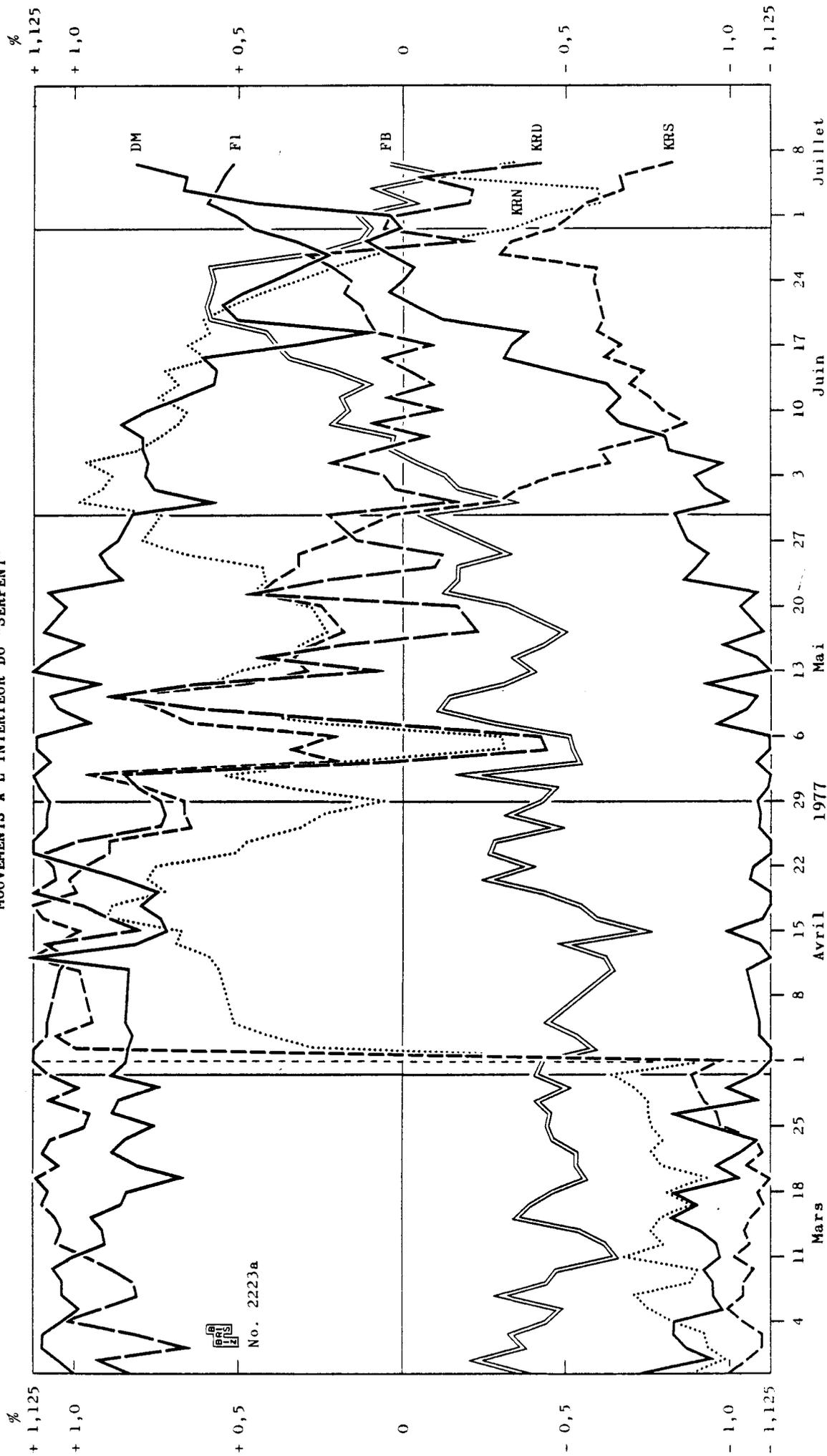
\*En vigueur jusqu'au 1.4.1977:  
Effectifs, 1 dollar EU =  
FB 40,3344; FF 4,60414; Fl 2,78118.  
Théoriques, 1 dollar EU =  
KRD 6,5438; DM 2,6167; Lit 523,35;  
Yen 277,20; KRN 5,75359; KRS 4,606;  
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

\*En vigueur à partir du 4.4.1977:  
Effectifs, 1 dollar EU =  
FB 40,3344; FF 4,60414; Fl 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.

7 juillet 1977,

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,0030.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT"



 No. 2223a

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.

7 juillet 1977