

PROCES-VERBAL*
DE LA QUATRE-VINGT-DOUZIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE DIMANCHE 8 JUIN 1975 A 17 h 15

Sont présents: le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank et Président du Comité, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; 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 Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Whitaker, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Carli, accompagné par M. Baffi; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par M. Timmerman; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Directeur Général des Affaires économiques et financières à la Commission des Communautés européennes, M. Mosca, accompagné par M. Boyer de la Giroday; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Dondelinger; 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. Rainoni.

Le Président ouvre la séance en demandant aux Gouverneurs s'ils sont d'accord pour examiner le point III de l'ordre du jour, d'abord entre partenaires de la CEE et pour inviter ensuite les Gouverneurs des banques centrales de Norvège et de Suède à se joindre aux discussions, étant donné que ces deux banques centrales participent à certains des arrangements qui forment l'ensemble du système de change communautaire.

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 8 juillet 1975, et ne représentant par rapport au projet qu'une seule modification (dernier alinéa du point A, 1) à la page 5).

I. Approbation du procès-verbal de la 91e séance

En raison de l'envoi tardif du projet, le Président suggère de ne pas approuver formellement dès cette séance le procès-verbal, mais de considérer que celui-ci sera approuvé si, d'ici une semaine, aucune demande d'amendement n'est adressée au secrétariat.

II. Rapport succinct sur l'évolution de la concertation au cours du mois de mai

A l'invitation du Président, M. Heyvaert fait l'exposé résumé ci-après.

Les marchés des changes ont présenté en mai la même physionomie qu'en avril: ils ont été relativement calmes, bien qu'un certain nombre de monnaies aient accusé des mouvements parfois assez larges.

Les banques centrales participant à la concertation et la Federal Reserve Bank of New York ont procédé à des interventions nombreuses, dans les deux sens et dans les conditions les plus diverses.

Des achats et des ventes de dollars ont été notés pour empêcher l'apparition d'un écart quotidien du dollar supérieur à 1%. Mais des achats de dollars ont eu lieu également alors que le dollar était en hausse et des ventes alors que le dollar s'inscrivait en baisse, exceptionnellement de la part de banques centrales membres du "serpent", beaucoup plus souvent et pour des montants parfois élevés par des banques centrales à monnaie flottante. Ces interventions à contresens ont été motivées par le souci d'éviter des interventions en monnaie communautaire dans le cas où elles ont été effectuées par des banques centrales du "serpent", par l'application d'une politique de contrôle du disagio moyen de leur monnaie vis-à-vis de l'ensemble des autres dans le cas des banques centrales à monnaie flottante.

D'autre part, le dollar s'est parfois écarté de plus de 1% du fixing de la veille, aussi bien en baisse qu'en hausse, faute d'interventions suffisantes, et même en l'absence de toute intervention.

Enfin, devant l'ampleur du mouvement affectant la relation entre le dollar et sa monnaie, une banque centrale a modifié à plusieurs reprises la base de calcul de l'écart quotidien maximal, après avoir procédé à des interventions limitant cet écart à 1%.

On peut sans doute se féliciter du fait que les principes retenus par les Gouverneurs le 12 mars dernier, en vue d'imprimer par des interventions

en dollars une allure plus ordonnée aux marchés des changes, aient été appliqués avec une souplesse qui a dépassé les espérances. Mais cette constatation donne lieu cependant à un regret: la concertation qui aurait dû avoir lieu, dans toute la mesure du possible, préalablement aux actions entreprises et surtout l'information rapide dont ces actions auraient, au moins, dû faire l'objet après leur mise en oeuvre,

- soit parce que celles-ci renforçaient la tendance prévalant déjà dans le marché,

- soit parce qu'elles constituaient dérogation aux principes admis, ont fait place trop souvent à une information tardive.

A l'issue du mois de mai, pendant lequel il a évolué de manière très irrégulière, le dollar a perdu un peu moins de 1% vis-à-vis de l'ensemble des monnaies du "serpent"; son disagio moyen est remonté ainsi à un peu plus de 13%.

Dans le "serpent", l'écart maximal de 2,25% a été atteint presque chaque jour pendant la première moitié seulement du mois entre, d'une part, le mark allemand qui occupait le bord inférieur et, d'autre part, la couronne suédoise, le florin et le franc belge.

A partir du 16 mai, quelques changements ont affecté la position des monnaies dans le "serpent": le mark est demeuré au bord inférieur mais s'est rapproché de la couronne suédoise, toujours la plus ferme. La couronne danoise a également progressé, mais le franc belge s'est replié à l'avant-dernière place. Si l'on excepte le mark, l'écart maximal entre les autres monnaies du "serpent" n'a jamais dépassé 1 $\frac{1}{4}$ %.

Le soutien qui a dû être apporté au DM a porté sur un montant légèrement plus élevé qu'au mois d'avril, c'est-à-dire sur un peu plus de 200 millions d'UCME. Il se répartit entre, d'une part, la Nederlandsche Bank et la Banque Nationale de Belgique, c'est-à-dire à travers le FECOM pour un peu plus de la moitié et, d'autre part, la Sveriges Riksbank pour le solde.

Les interventions en dollars effectuées par les banques centrales participant à la concertation se sont traduites par un achat total net de \$150 millions, contre 1,1 milliard en avril et 1,5 milliard en mars.

Les plus importantes, de très loin, ont été effectuées à l'achat par la Banque de France, à la vente par la Bank of England.

De son côté, la Federal Reserve Bank est intervenue en quatre monnaies européennes, dans les deux sens. Par solde, le soutien qu'elle a apporté

ainsi au dollar représente un montant modique de \$67 millions. Les moyens nécessaires ont été empruntés dans le cadre des arrangements de swap.

Parmi les monnaies communautaires qui flottent de manière indépendante, le franc français s'est distingué par une avance spectaculaire.

Si l'on s'appuie sur le taux pivot qui était en vigueur en janvier 1974 au moment où il a quitté le "serpent", le franc français a rejoint celui-ci de facto dès le 15 mai. Il n'en est plus sorti malgré les achats très importants de dollars effectués par la Banque de France sur le marché. Celui-ci continue par ailleurs à être alimenté, dans une certaine mesure, par le produit d'emprunts contractés par des organismes du secteur public.

Bien que le progrès soit faible, la lire italienne s'est, ce mois-ci, encore rapprochée du "serpent". Par contre, la situation de la livre sterling s'est encore aggravée malgré des interventions de soutien très importantes. Elle s'est éloignée du "serpent" d'une fraction supplémentaire de 3% environ.

Enfin, le franc suisse s'est raffermi par rapport à l'ensemble des monnaies du "serpent" dans une mesure légèrement supérieure à 1%. Il convient de noter qu'entre-temps ce raffermissement a été plus prononcé et a atteint, vers la mi-mai, c'est-à-dire au moment où une pression assez forte s'est développée contre le dollar, une fraction voisine de 2%.

Le Président remercie M. Heyvaert de son rapport et constate que les membres du Comité n'ont pas de remarque à formuler au sujet de ce rapport.

III. Retour du franc français dans le système de change communautaire: adoption d'un rapport destiné au Conseil des Communautés européennes sur la base du document établi par le Comité des Suppléants

Le Président rappelle la procédure retenue pour l'examen de cette question: le Conseil des Ministres des Finances est convenu, lors de sa dernière session du 20 mai, que les propositions françaises seraient examinées d'abord au sein d'un groupe restreint composé des banques centrales membres du "serpent" et de la Banque de France, et ensuite dans le cadre du Comité des Gouverneurs. Ce dernier a été invité à soumettre un rapport au Conseil avant la prochaine session du 16 juin 1975. Un projet de ce rapport a été établi par M. Mikkelsen à la suite de la réunion du groupe restreint à Francfort, le 26 mai 1975; il a été discuté et mis au point par le Comité des Suppléants au cours de réunions tenues samedi 7 et dimanche 8 juin à Bâle.

Le Président invite M. Mikkelsen à présenter brièvement le document des Suppléants.

A. Exposé de M. Mikkelsen

Le Comité des Suppléants a examiné les trois premiers points présentés dans l'Aide-mémoire français du 20 mai 1975, à savoir:

- l'aménagement des règles d'intervention,
- l'apparition d'un niveau communautaire du dollar,
- l'aménagement des conditions de règlement pour les interventions en monnaies communautaires.

1) Les Suppléants ont eu un échange de vues sur la relation entre, d'une part les règles de l'Accord de Bâle qui stipulent que les interventions en dollars, au comptant ou à terme, visant à défendre une monnaie, ont lieu, en règle générale, après concertation et, d'autre part l'arrangement relatif à une politique commune à l'égard du dollar qui prévoit que toute banque centrale pourrait librement procéder, dans certaines limites de variation de cours, à des interventions stabilisatrices. Ils ont constaté qu'il peut exister un certain conflit entre ces différentes règles en vigueur: ce problème est évoqué à la fin du chapitre I, section 2.

En outre, la Banque de France a suggéré, dans sa Note complémentaire à l'Aide-mémoire français du 20 mai 1975, l'instauration d'un mécanisme tendant à limiter les mouvements divergents au sein du "serpent". Cette suggestion n'a pas pu être étudiée en détail par les Suppléants.

2) a) En ce qui concerne les conditions de règlement pour les interventions en monnaies communautaires, les Suppléants proposent de retenir la suggestion qui consiste à exclure l'or du calcul actuel des réserves servant de base aux règlements et comme moyen de règlement pour lequel il y ait obligation d'acceptation de la part des créanciers.

b) Aucun accord n'a été dégagé en revanche sur la proposition française d'une prolongation automatique de trois mois du financement à très court terme et d'une seconde prolongation de trois mois avec l'accord du créancier et un plafond. Trois formules sont présentées dans le Rapport

des Suppléants, mais il n'a pas été estimé opportun de mentionner cette seconde prolongation de trois mois. Celle-ci resterait possible moyennant accord entre les parties et il suffirait de confirmer cette possibilité et de l'inscrire dans le procès-verbal d'une des séances du Comité.

B. Discussion du Comité

Le Président propose d'examiner successivement les trois chapitres du Rapport des Suppléants.

1. Aménagement des règles d'intervention

M. de Strycker pense que la majorité des Gouverneurs n'excluent pas la possibilité, en plus des interventions en monnaies communautaires obligatoires aux cours limites, d'interventions en dollars destinées à tempérer les mouvements divergents des taux de change au sein du "serpent".

De telles interventions peuvent se révéler utiles, mais il serait extrêmement malaisé de vouloir en fixer à l'avance les circonstances, les moments ainsi que les montants. Le problème est plutôt à traiter cas par cas à la lumière de l'évolution sur les marchés des changes et en maintenant entre les banques centrales une étroite collaboration.

M. de Strycker se demande si tous les Gouverneurs ne pourraient pas s'accorder sur une telle approche pragmatique, au moins pour les mois à venir, étant entendu qu'on procéderait à un réexamen au bout de six mois, à la lumière de l'expérience acquise durant cette période. Il y a en effet un grand intérêt que, dans cette matière technique relevant de la compétence des banques centrales, les Gouverneurs se mettent d'accord et présentent aux Ministres des vues communes.

A la suite des précisions apportées par M. de Strycker en réponse à des questions posées par certains membres, le Président constate que la suggestion de M. de Strycker reviendrait à supprimer les deux derniers alinéas du chapitre I, section 3 du Rapport des Suppléants, et à les remplacer par une conclusion commune du Comité indiquant que celui-ci réexaminera la question de l'aménagement des règles d'intervention dans six mois, à la lumière de l'expérience acquise durant cette période et en prenant en considération les propositions françaises.

M. Clappier ne se rallie pas à cette formule. Les suggestions françaises ont une importance technique - que les experts peuvent mieux étudier -

en visant à différer et à alléger les interventions en monnaies communautaires mais elles revêtent aussi une importance psychologique et politique en ce sens qu'elles tiennent à faire ressortir clairement que grâce à des règles aussi précises que possible la charge de la sauvegarde du "serpent" doit être partagée et ne doit pas incomber uniquement au pays à la monnaie la plus faible.

Les banques centrales du "mini-serpent" ont déclaré que de telles interventions sont déjà pratiquées et qu'il faudrait se contenter de cette approche pragmatique, car il serait trop difficile de codifier ces pratiques. Une telle approche a certes un intérêt; toutefois, faute d'un minimum de réglementation souple mais réelle, elle ne peut répondre à l'intérêt psychopolitique de faire ressortir que la répartition de la charge du respect de la marge convenue est partagée entre les monnaies faibles et les monnaies fortes.

M. Clappier ne voit pas d'inconvénient majeur à présenter aux Ministres les points de vue différents qui ont été dégagés lors des discussions tenues au sein du groupe restreint et du Comité des Suppléants. En effet, il s'agit d'une question dont l'aspect politique doit être montré clairement afin que les Ministres des Finances puissent se prononcer à son sujet.

M. Klasen est en faveur de la solution de compromis consistant à revoir la question de l'aménagement des règles d'intervention au bout de six mois. En effet, cette question est de caractère technique et ne peut être jugée qu'à la lumière de l'expérience qui sera acquise durant ce laps de temps. En revanche, le problème de l'extension de la durée du financement à très court terme est plutôt de nature politique et incombe aux Ministres des Finances.

Le Président constate que les divergences entre le point de vue du membre français et celui des membres du "serpent" persistent.

M. Zijlstra partage les vues émises par MM. de Strycker et Klasen. Une période d'observation de six mois permettrait de voir si la répartition des charges d'intervention est équitable ou non.

M. Mosca indique que la Commission partage la préoccupation de M. Clappier d'aboutir à une meilleure répartition des charges d'intervention entre les pays participants du système communautaire de change. Ce principe d'un meilleur partage du fardeau ("burden-sharing") entre les monnaies fortes

et les monnaies faibles devrait recueillir l'avis favorable de tous les Gouverneurs; il devrait être mentionné dans le rapport et représenter l'objectif à atteindre au cours des six mois à venir, ainsi que le critère sur lequel l'expérience durant cette période sera jugée.

M. Zijlstra indique que le principe du "burden-sharing" ou de la répartition équitable du fardeau ne peut avoir une valeur opérationnelle. En effet, la nature même des marchés des changes impose aux banques centrales de décider rapidement l'action à entreprendre pour maintenir la cohésion du "serpent" et un rapport convenable entre celui-ci et le dollar; ce n'est qu'après coup qu'on peut voir comment la charge a été répartie.

Après des interventions du Président, de MM. Richardson, Zijlstra, Klasen, Clappier et Mosca, le Comité s'accorde finalement pour amender le Rapport des Suppléants de la manière suivante:

- l'avant-dernier alinéa et la première phrase du dernier alinéa du chapitre I, section 3, sont supprimés;
- un nouvel alinéa est ajouté à la fin de ce chapitre I, section 3; il se lit comme suit: "Le Comité est convenu de réexaminer, dans six mois, la question de l'aménagement des règles d'intervention à la lumière de l'expérience acquise durant cette période et en prenant en considération les propositions françaises".

2. Apparition d'un niveau communautaire du dollar

Le Comité ne formule pas de remarques au sujet de ce chapitre.

3. Aménagement des conditions de règlement pour les interventions en monnaies communautaires

Le Président rappelle que ce chapitre du rapport contient deux points, l'un, l'exclusion de l'or du calcul des réserves servant de base pour les règlements, qui ne pose pas de problème; l'autre, concernant l'extension du crédit, qui fait l'objet de trois propositions différentes pour lesquelles il convient de voir si un choix unique est possible.

M. Zijlstra admet l'idée contenue dans la proposition française d'aller au-delà des règles actuelles afin d'élargir les possibilités de compensation des dettes, mais la prolongation automatique du financement à très court terme doit comporter des limites quant au montant.

En effet, il faut tenir compte que les Etats membres n'ont pas la même dimension et que l'absence de limites ou des limites trop élevées aurait

des conséquences inacceptables, par exemple dans le cas d'un grand Etat membre s'endettant très fortement à l'égard d'un petit Etat; un plafond égal à deux ou trois fois le quota débiteur dans le soutien monétaire à court terme, même pour une période d'un mois, serait déraisonnable.

M. de Strycker pense que l'accumulation durable de créances très importantes ne peut se produire que si des mesures adéquates ne sont pas prises pour modifier les données de base et provoquer un renversement de positions. Un tel renversement, en outre, doit être envisagé aussi bien du côté du créancier que du côté du débiteur.

M. Zijlstra fait remarquer que le renversement de positions peut n'intervenir qu'après un certain laps de temps, peut-être une année, ce qui rend nécessaire d'imposer des limites pour le montant du crédit.

M. Klasen rappelle que les Gouverneurs ont toujours été d'avis qu'il ne faut pas favoriser le laxisme, par des crédits trop importants ou trop longs et que les limitations imposées aux facilités d'emprunt encouragent une politique de stabilisation. Les pays du "serpent" ont néanmoins accepté la suggestion française d'allonger la durée du financement à très court terme, en tenant compte, en particulier, que les positions des monnaies à l'intérieur du "serpent" ont tendance à se renverser après quelques mois. Une prolongation automatique du financement, pour un montant illimité, risquerait cependant d'aboutir à l'accumulation de montants très importants; elle nécessite donc de fixer une limite supérieure pour le montant total en cours, limite qui doit être acceptable pour toutes les parties.

M. Emminger précise que la formule préconisée par la Deutsche Bundesbank consiste à octroyer, à titre de crédit automatique, un montant égal à celui que la banque centrale débitrice pourrait obtenir dans le cadre du soutien monétaire à court terme. De cette façon, l'appel au soutien monétaire qui n'est accordé que sous certaines conditions, serait précédé par un crédit automatique à hauteur du quota débiteur. Afin d'éviter qu'un débiteur chronique ne recoure d'une façon quasi permanente à ce crédit automatique, il est nécessaire de prévoir une limite de durée qui ne devrait pas dépasser cinq mois. Ainsi, la différence entre la formule allemande et la formule belge est que, selon cette dernière, il peut y avoir, à un moment donné, durant un mois, une forte augmentation du crédit portant celui-ci à un maximum égal à trois fois le quota débiteur dans le soutien monétaire.

Le Président constate qu'il n'y a pas, pour l'instant, d'accord sur la question de l'extension automatique du financement à très court terme. Il ne faut donc pas apporter d'autres amendements au texte du rapport établi par le Comité des Suppléants; ce rapport sera transmis, sans commentaire, aux Ministres des Finances. Les amendements adoptés précédemment par les Gouverneurs seront insérés dans le texte définitif.

Le Président souhaite la bienvenue aux Gouverneurs des banques centrales de Suède et de Norvège.

M. Getz Wold présente quelques remarques générales. La Norvège a fait, dans l'ensemble, une expérience très satisfaisante avec son association au "serpent". Un élargissement de celui-ci est un élément favorable surtout lorsqu'il s'agit du retour de la monnaie d'un grand pays économique et commerçant comme la France.

En ce qui concerne le rapport sur les suggestions françaises, M. Getz Wold indique qu'il est en faveur d'un supplément de souplesse dans les règles d'intervention, mais qu'un automatisme poserait des problèmes et n'apparaît guère réalisable. Il en serait de même pour un automatisme dans les rapports du "serpent" avec le dollar. Toutefois, en raison notamment des difficultés que présentent les fluctuations du dollar pour les pays, et en particulier pour la Norvège dont l'économie nationale est orientée dans une large mesure vers l'exportation, une politique plus active à l'égard de la monnaie américaine serait souhaitable. Enfin, la suggestion française concernant l'extension automatique du financement à très court terme semble acceptable.

M. Wickman se félicite du retour du franc français dans le "serpent". Les idées développées dans le rapport des Suppléants lui paraissent raisonnables; en particulier, l'assouplissement des règles d'intervention et le souci d'éviter trop d'automatisme ne peuvent que conforter le mécanisme. Le bon fonctionnement de celui-ci suppose une volonté ferme et constante de concertation entre les partenaires qui apparaît particulièrement importante dans la politique plus active à l'égard du dollar qui devrait devenir de plus en plus la tâche principale des pays réunis dans le "serpent".

Le Président remercie MM. Getz Wold et Wickman de leurs remarques.

IV. Analyse de la 8^e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

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

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 8 juillet 1975 à 9 heures 30, c'est-à-dire une demi-heure plus tôt que d'habitude, et elle devrait être terminée au plus tard à 11 heures 30 en raison de l'Assemblée générale extraordinaire de la BRI qui aura lieu à cette heure-là.