

PROCES-VERBAL\*  
DE LA QUATRE-VINGT-ONZIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 13 MAI 1975 A 10 HEURES

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. McCormack; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Carli, accompagné par MM. Baffi et Maserà; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szasz et Timmerman; 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. Haferkamp, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Nash; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Dondelinger; le Président des Suppléants du Groupe des Dix, M. Ossola; les Présidents des groupes d'experts, MM. Heyvaert et Bastiaanse. 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 indiquant qu'il a invité le Président de la Banque Nationale Suisse à la discussion sur la question de l'association du franc suisse au système de change communautaire (Point III de l'ordre du jour) et qu'il lui fait remettre le Rapport établi par les Suppléants.

I. Approbation des procès-verbaux des 89e et 90e séances

Les procès-verbaux des 89e et 90e séances sont approuvés à l'unanimité par le Comité.

---

\* Texte définitif approuvé dans les conditions spécifiées lors de la séance du 8 juin 1975 (cf. projet du procès-verbal de cette séance) et ne présentant par rapport au projet que deux très légères modifications.

II. Rapport succinct sur l'évolution de la concertation au cours du mois d'avril 1975

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

Les marchés des changes ont été assez calmes, mais ont évolué suivant des orientations très irrégulières. Certaines monnaies, en particulier, ont accusé successivement des mouvements en sens opposés parfois très larges. Les interventions des banques centrales ont été variées, nombreuses et importantes.

L'arrangement mis en oeuvre le 12 mars dernier en vue de régler le système d'interventions coordonnées en dollars n'a donné lieu à aucune concertation visant une action particulière. La surveillance des cours sur chaque place que cet arrangement implique a permis de dégager la tenue très irrégulière du dollar, les hausses et les baisses alternant très fréquemment et se compensant parfois dans des mesures variables, d'un jour à l'autre. Les mouvements quotidiens dont l'ampleur a été la plus grande se sont produits essentiellement à Copenhague, à Londres et à Francfort. Les écarts relevés chaque jour par rapport au "fixing" de la veille n'ont pas dépassé 1/2% dans les deux tiers des cas, se sont situés entre 1/2 et 3/4% dans 20% des cas, entre 3/4 et 1% dans 10% des cas. Le cours du dollar s'est écarté momentanément du "fixing" de la veille de plus de 1% à deux reprises à Francfort et par deux fois également à Copenhague.

Fin avril, le dollar se trouvait finalement encore raffermi sur toutes les places, sauf à Paris et à Rome. Son avance vis-à-vis des monnaies du "serpent" se chiffrait par 1 1/4% en moyenne. Un nouveau repli s'est cependant dessiné début mai.

D'importantes interventions en dollars ont à nouveau été notées. De la part des banques centrales faisant partie du "serpent", elles ont été motivées beaucoup plus par le souci d'éviter ou de réduire des interventions en monnaies européennes que par la nécessité d'appliquer l'arrangement du 12 mars visant au maintien de conditions ordonnées dans le marché des changes.

Des achats substantiels ont été effectués par la Banque de France, la Banca d'Italia, la Bank of England et la Sveriges Riksbank.

Des ventes relativement élevées ont été opérées par la Deutsche Bundesbank.

La Federal Reserve Bank of New York a procédé dans le marché à des rachats importants de marks allemands ainsi qu'à des rachats de francs belges. Ses opérations se sont traduites par une vente nette de \$190 millions environ.

L'ensemble des interventions des banques centrales ont apporté ainsi, compte tenu des opérations effectuées par la Federal, un soutien net à la monnaie américaine équivalant à un peu plus de \$1,1 milliard. Rappelons qu'en mars dernier, il se mesurait par \$1,5 milliard.

La Federal a pu rembourser la totalité des torages swaps qu'elle avait effectués récemment en francs belges et réduire de plus de 500 millions de marks (équivalent d'environ \$210 millions) le volume des tirages swaps effectués sur la Deutsche Bundesbank.

Le comportement des monnaies faisant partie du "serpent" n'a pas été très cohérent. Le florin, le franc belge et la couronne suédoise sont restés groupés constamment au bord supérieur. La couronne norvégienne leur avait tenu compagnie pendant la première quinzaine; elle a faibli ensuite pour rejoindre le milieu de la bande communautaire. La couronne danoise a accusé des écarts impressionnants dans les deux sens. Elle termine en compagnie de la couronne norvégienne au milieu du "serpent".

Le mark allemand enfin a occupé en permanence le bord inférieur à 2,25% le plus souvent d'une et parfois de plusieurs monnaies. Les interventions au profit du mark, qui représentent dans l'ensemble approximativement l'équivalent de \$760 millions, ont revêtu quatre formes:

- ventes de monnaies européennes pour un total de 178 millions d'UCME, soit 33% de l'ensemble, dont près de la moitié en florins et le reste en couronnes suédoises et en francs belges;
- ventes de \$300 millions environ par la Deutsche Bundesbank, soit 39% de l'ensemble;
- rachats de marks par la Federal Reserve Bank of New York pour l'équivalent de \$175 millions environ ou 23% du tout;
- achats de marks par la Banque de France pour compte de la Deutsche Bundesbank pour le solde, soit l'équivalent de \$35 millions; ces achats ont fait l'objet d'un règlement immédiat en dollars.

Parmi les monnaies de la Communauté qui flottent de manière indépendante, il faut citer l'excellente tenue du franc français dont le progrès par rapport à l'ensemble des monnaies du "serpent" a atteint au cours du mois d'avril environ 3%. Le franc français ne se trouve plus ainsi qu'à moins de 1% de la parité du mark allemand, c'est-à-dire en fait du "serpent" lui-même. La Banque de France a pu procéder à des achats importants de dollars dans le marché du comptant lequel a été alimenté cependant par ailleurs, à concurrence d'un tiers environ de ces achats, par des organismes du secteur public.

La lire italienne s'est très bien comportée. Elle s'est rapprochée de l'ensemble des monnaies du "serpent" dans une mesure égale au progrès du dollar vis-à-vis de celles-ci, c'est-à-dire 1 1/4%. On note également des achats importants de dollars de la Banca d'Italia et un certain désendettement.

Par contre, la livre sterling s'est affaiblie. Elle s'est en effet éloignée d'un peu plus de 1% des monnaies du "serpent". Le chiffre élevé des swaps comportant la vente de dollars au comptant contre livres et conclus avec les banques commerciales retient l'attention.

Enfin, le franc suisse a évolué tout à fait parallèlement au "serpent" communautaire.

Le Président constate que les membres du Comité n'ont pas de remarque à formuler au sujet du rapport sur la concertation.

III. Poursuite de l'examen de la question de l'association du franc suisse au système de change communautaire sur la base des travaux complémentaires réalisés par le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert et par le Comité des Suppléants

Le Président rappelle que le Rapport en date du 7 avril 1975, établi par les Suppléants sur la base du Rapport No 30 du groupe d'experts, a été transmis aux Ministres des Finances avec une lettre du Président dans laquelle il a été précisé que les questions évoquées dans ce rapport feraient l'objet d'études complémentaires. Celles-ci ont été faites entre-temps par le groupe d'experts et par le Comité des Suppléants.

Le Président invite MM. Heyvaert et Mikkelsen à présenter brièvement respectivement le Rapport No 31 et le Rapport du Comité des Suppléants.

A. Exposé de M. Heyvaert

Le Rapport No 31 du groupe d'experts comprend deux parties. La première résume le résultat de l'examen complémentaire des mesures prises en Suisse pour la sauvegarde de la monnaie, la seconde traite des procédures de coopération et de concertation.

La Banque Nationale Suisse n'a pas été en mesure de fournir beaucoup de précisions sur le plan statistique.

Il ne semble pas encore possible de porter un jugement sûr à propos de l'efficacité des mesures en place, ni sur le délai nécessaire à leur plein effet. Les experts ont cependant constaté le net repli du franc suisse intervenu sur le marché des changes par rapport à toutes les monnaies depuis fin

février et la stabilisation de ses cours en avril, ce qui permet de conclure que les mesures ont eu déjà un certain effet en ce qui concerne le freinage de l'afflux de capitaux.

1. a) Les mesures visant à interdire la rémunération des avoirs bancaires étrangers en francs suisses et à pénaliser l'accroissement de ceux-ci intervenu postérieurement au 31 octobre 1974 contiennent en elles-mêmes un potentiel d'affaiblissement du franc suisse dans la mesure où les détenteurs lassés n'auront pu trouver d'autre forme de placement en Suisse moins décourageante.

b) La limitation des ventes à terme de francs suisses aux étrangers freine à la fois les entrées de capitaux et les opérations de swaps qui pourraient être conclues afin de tourner la non-rémunération ou la pénalisation des avoirs bancaires en francs suisses des non-résidents.

D'après la Banque Nationale Suisse, les marges disponibles sont, selon les banques, soit très faibles, soit peu susceptibles d'être encore utilisées.

Les autorités suisses estiment difficile d'abaisser les limites actuelles.

Cette mesure paraît neutre en ce sens qu'elle ne semble contenir ni potentiel de raffermissement, ni potentiel d'affaiblissement du franc suisse. Par contre, l'absence de toute mesure susceptible de limiter les ventes à terme de francs suisses aux résidents, c'est-à-dire en fait les ventes à terme de devises étrangères par ceux-ci, constitue un potentiel de fermeté pour le franc suisse.

c) La Banque Nationale Suisse fonde toutefois beaucoup d'espoir sur le "Gentlemen's Agreement" qui consiste pour les banques et certaines entreprises non bancaires à lui déclarer toute opération au comptant ou à terme dépassant \$5 millions ou l'équivalent.

d) Les emprunts des résidents suisses en devises à l'étranger sont soumis à autorisation au-delà d'une franchise de l'équivalent de FS 1 million. L'autorisation n'est éventuellement accordée que moyennant deux conditions importantes.

Elle n'est nécessaire que pour le secteur non bancaire, les banques étant soumises pour leur part à d'autres règles.

Si, dans l'immédiat, ces possibilités d'emprunt réduisent à due concurrence la demande de devises contre francs suisses, elles constituent pour l'avenir un potentiel d'affaiblissement du franc suisse sur le marché des changes lorsque viendra le moment du remboursement.

e) Les banques suisses sont tenues d'avoir une position de change globale équilibrée ou à la hausse, ce qui constitue, en ce qui concerne leurs opérations propres, une bonne protection contre des importations de capitaux. La position de change globale des banques suisses est actuellement positive. Aucune indication n'a pu être fournie sur son importance, ce qui ne permet pas de mesurer le potentiel de raffermissement du franc suisse qu'elle pourrait contenir. L'extension de cette obligation à la position en chaque devise individuellement permettra d'éviter dorénavant que des positions à la baisse soient prises en certaines monnaies en échange de positions à la hausse en d'autres; elle contribuera à éliminer ou à atténuer des tensions dans le "serpent".

f) Les exportations de capitaux en francs suisses sont plafonnées par périodes. Soucieuses de ne pas créer de tension sur le marché monétaire local, les autorités suisses ne croient pas pouvoir fixer des plafonds encore plus élevés. L'obligation de conversion en devises auprès de la Banque Nationale Suisse du produit de ces exportations est motivée par des raisons de contrôle d'une part, de conduite de la politique monétaire et de la politique de change d'autre part.

g) Le référendum du 8 juin prochain entraînera le maintien ou le rejet de la majeure partie des mesures actuellement en place. Les experts suisses ont émis l'opinion que si le résultat était négatif, des mesures d'urgence seraient prises pour maintenir un dispositif de protection adéquat.

2. En ce qui concerne les procédures de coopération et de concertation:

- la Banque Nationale Suisse est prête à adopter les conditions de financement à très court terme prévues dans l'Accord de Bâle; elle n'exclut pas, en cas de nécessité et après examen avec les banques centrales concernées, une prolongation du crédit initial pour des montants limités;
- la Banque Nationale Suisse participerait pleinement à la concertation qui se déroule actuellement chaque jour entre toutes les banques centrales de la Communauté et celles des pays associés;
- enfin, en cas de tension particulière, la Banque Nationale Suisse s'est déclarée prête à examiner et à prendre, en collaboration avec ses partenaires, toute mesure opérationnelle ou fondamentale de nature à remédier à la situation.

Le Président remercie M. Heyvaert de l'excellent travail que son groupe d'experts a accompli.

B. Exposé de M. Mikkelsen

Le Comité des Suppléants a réexaminé, sur la base du Rapport établi par le groupe d'experts, les mesures prises en Suisse pour la sauvegarde de la monnaie. Il a constaté de nouveau que l'absence de renseignements statistiques sur les mouvements de capitaux rend difficile l'appréciation des résultats exacts de ces mesures; il y a lieu néanmoins de penser que l'affaiblissement récent du franc suisse est un signe que les mesures adoptées depuis la fin de 1974 ont commencé à agir dans la direction souhaitée.

En ce qui concerne la coopération entre les pays de la CEE d'une part, et la Suisse d'autre part, il est à noter, en particulier, que la Banque Nationale Suisse:

- s'est déclarée prête, le cas échéant, à intervenir plus massivement en dollars,
- serait même disposée, dans le cas où une telle action et les arrangements qu'elle a déjà envisagés ne suffiraient pas, à examiner d'autres mesures portant par exemple sur le taux de change.

C. Discussion du Comité

Le Président propose au Comité de transmettre le Rapport des Suppléants aux Ministres des Finances avant la session du Conseil prévue pour le 20 mai, rapport qui est complémentaire à celui daté du 7 avril 1975.

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

Le Président souhaite la bienvenue à M. Leutwiler, en rappelant que la Suisse n'a pas encore déposé une demande formelle d'association au "serpent" mais qu'elle souhaite poursuivre ses discussions avec les pays de la CEE.

M. Leutwiler exprime sa reconnaissance au Comité pour la possibilité qui lui est donnée d'exposer aux Gouverneurs de la CEE la position de la Suisse.

La Banque Nationale Suisse qui a pris l'initiative des discussions est très favorable à l'association du franc suisse au "serpent" et elle n'a pas changé d'avis. Le gouvernement suisse a réaffirmé, au début de mai, son intérêt pour une telle association et sa volonté d'en examiner les conditions. La plupart de celles-ci ont été discutées et mises au point par les experts et par les Suppléants et, sur la base des rapports établis, une solution

satisfaisante pour toutes les parties doit pouvoir être trouvée. Parmi les rares questions qui restent encore à régler, il y a notamment celle du "cours pivot" du franc suisse par rapport aux monnaies du "serpent", qui revêt une grande importance pour toutes les parties. La Banque Nationale Suisse, comme le gouvernement, pensent que le "taux pivot" devrait être fixé à proximité des cours enregistrés durant les dernières semaines avant l'entrée du franc suisse dans le "serpent". En effet, un "taux pivot" supérieur à un tel niveau soulèverait des problèmes pour l'industrie d'exportation et poserait des obstacles d'ordre psychologique, tandis qu'un taux inférieur ne serait pas acceptable pour les partenaires du "serpent".

M. Leutwiler ajoute que l'association du franc suisse au "serpent" devrait attendre d'une part que le problème du retour du franc français dans ce mécanisme soit réglé et que le vote populaire suisse du 8 juin ait eu lieu. Le résultat de ce dernier devrait être positif mais, s'il était négatif, les autorités suisses ne laisseraient pas les cours évoluer librement et prendraient des mesures d'urgence.

En résumant, M. Leutwiler confirme que la Suisse reste intéressée à l'association au "serpent" mais que celle-ci n'a pas, à son avis, un caractère d'urgence, étant donné qu'elle ne peut résoudre d'un seul coup les problèmes de change et qu'elle doit plutôt être envisagée comme une opération à long terme. Il convient donc de ne pas prendre de décisions précipitées et de laisser la porte ouverte pour la poursuite des discussions.

En réponse à une question du Président, M. Leutwiler précise que le "taux pivot" devrait se situer à proximité de la moyenne des cours du marché enregistrés au cours des dernières semaines précédant l'entrée du franc suisse dans le "serpent".

M. Zijlstra estime que les pays de la CEE ne doivent pas faire du résultat positif du vote populaire une condition, car, selon les autorités suisses, un dispositif de protection pourrait être mis en place en cas d'issue négative du référendum.

M. Clappier est moins optimiste que M. Zijlstra; il souhaite vivement un résultat positif car sinon la Banque Nationale Suisse pourrait être gênée pour prendre des mesures efficaces de contrôle des afflux de capitaux.

M. Leutwiler admet qu'un résultat négatif serait gênant pour les autorités suisses mais il rappelle qu'il est confiant quant à l'issue du référendum.

M. de Strycker partage le souci de M. Clappier. Il est évident que les mesures que les autorités suisses prendraient en cas de résultat négatif du vote populaire seraient différentes de celles actuellement en vigueur; il faudrait donc les étudier et voir si elles sont suffisantes, ce qui signifie, par conséquent, qu'il est opportun d'attendre l'issue du référendum.

M. Leutwiler indique que les mesures de remplacement que les autorités suisses adopteraient le cas échéant, ne seraient pas identiques aux dispositions existantes mais qu'elles seraient tout à fait équivalentes. Il y a en effet trop d'intérêts en jeu pour l'économie suisse pour ne pas remettre en place un dispositif de protection adéquat. En outre, la Banque Nationale Suisse serait prête à intervenir dès le lendemain du référendum, afin d'éviter toute appréciation trop forte du franc suisse.

Après la sortie de M. Leutwiler, le Président constate que les Gouverneurs n'ont pas d'autres remarques à présenter; il précise que le rapport établi par les Suppléants sera transmis aux Ministres des Finances sans commentaire particulier.

#### IV. Examen du Rapport No 4 du groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse sur l'évolution des taux d'intérêt appliqués dans les pays membres de la CEE

Le Président rappelle qu'en plus du Rapport No 4, les Gouverneurs ont reçu une courte note de mise à jour établie par le secrétariat. Il invite M. Bastiaanse à présenter ces documents au Comité.

M. Bastiaanse fait l'exposé résumé ci-après.

La baisse des taux d'intérêt qui est observée depuis quelques mois dans les pays membres de la CEE peut être examinée sous différents angles. Si l'on considère l'affaiblissement de l'activité économique, elle semble être souhaitable; en revanche, on peut se demander si elle est compatible avec la persistance de la hausse des prix et des déficits extérieurs. L'appréciation varie à cet égard selon les pays membres de la CEE.

Dans l'esprit de la Décision du Conseil du 18 février 1974 relative à la réalisation d'un degré élevé de convergence dans les politiques économiques des Etats membres, les Gouverneurs pourraient procéder à un échange de vues sur l'évolution en matière de taux d'intérêt. Cet échange de vues pourrait être axé sur la question la plus importante parmi celles qui sont mentionnées dans la note du secrétariat, à savoir si "les Gouverneurs considèrent qu'une nouvelle baisse des taux d'intérêt dans leur pays serait, à

tout prendre, souhaitable ou non". Dans d'autres termes, cette question amène à se demander si les économies doivent être stimulées au moyen de la politique monétaire ou seulement par les politiques économique et budgétaire.

Le Président remercie M. Bastiaanse pour les travaux effectués par son groupe qui sont susceptibles de rendre plus opérationnelle la discussion du Comité en cette matière. Il invite ses collègues à procéder à un échange de vues sur la question de base contenue dans la note que M. Bastiaanse vient de mentionner.

M. Richardson indique que, dans les circonstances actuelles, les autorités monétaires au Royaume-Uni ne voient pas la possibilité d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt, les considérations extérieures l'emportant en effet sur les considérations intérieures.

M. Zijlstra pense qu'une réponse à la question posée doit être différenciée selon la nature des taux, à court terme ou à long terme, et selon le rapport entre ces deux catégories de taux. En ce qui concerne les Pays-Bas, les autorités monétaires n'envisagent pas une nouvelle baisse des taux d'intérêt; celle-ci ne serait pas justifiée par la situation économique. Certes, l'activité économique est faible et le taux de chômage est élevé, mais il faut se garder de stimuler artificiellement l'économie par une politique monétaire trop laxiste, d'autant que la politique budgétaire est déjà très stimulante.

Toutefois, les Pays-Bas ne pourraient pas éviter de suivre une nouvelle baisse éventuelle à l'étranger, le souci des autorités monétaires étant d'empêcher que la liquidité de l'économie ne soit trop gonflée par des afflux de capitaux provenant de l'extérieur.

M. Klasen pense, comme les autres Gouverneurs, que la politique monétaire ne peut à elle seule porter remède à la faiblesse de l'activité économique. Une abondance de liquidité risquerait plutôt d'accélérer l'inflation. Toutefois, la conjoncture en Allemagne est telle qu'une nouvelle baisse du taux d'escompte, par exemple deux réductions de un demi pour cent, ne devrait pas provoquer de poussée inflationniste et devrait au contraire avoir un effet économique favorable en allégeant les conditions de financement de l'industrie (or, celle-ci est très sensible aux variations de ces conditions). Une action de ce genre suppose cependant une coordination avec les partenaires car, si la baisse des taux d'intérêt est limitée à l'Allemagne, elle risque d'entraîner un affaiblissement du cours du deutsche mark et de provoquer des entrées de capitaux notamment dans les pays partenaires du "serpent".

M. Carli indique qu'une grande prudence s'impose encore en Italie en matière de taux d'intérêt. La situation de ceux-ci est différente selon les catégories. En ce qui concerne les taux du marché monétaire, le nouveau système d'adjudication de bons du Trésor, introduit récemment, devrait donner plus d'ampleur aux forces du marché. Une baisse de ces taux et des taux officiels dépendra de deux facteurs: la poursuite du redressement de la balance des paiements et l'importance des déficits du Trésor à financer par des moyens monétaires. Les taux débiteurs des banques devraient baisser à nouveau prochainement tandis que les autorités n'ont pas l'intention de permettre une diminution des taux du marché financier.

M. Klasen se demande si le repli du cours du dollar qui rend la tâche des exportateurs plus difficile ne devrait pas amener les pays membres et notamment l'Allemagne à baisser le niveau des taux d'intérêt.

M. Clappier indique que les autorités françaises se préoccupent également de la baisse du dollar. Les fluctuations du cours de celui-ci rendent plus nécessaires que jamais une coopération et une concertation plus étroites entre les pays membres de la CEE. On doit dépasser le stade des intentions et déboucher sur des actions effectives coordonnées.

L'allure du marché des changes et l'évolution du dollar ont été prises en considération dans la politique de taux d'intérêt. Toutefois, si une baisse progressive des taux à court terme a été provoquée (ces taux dépassaient 14% au milieu de 1974 alors qu'ils étaient légèrement supérieurs à 7% au début de mai), il n'est pas envisagé d'utiliser beaucoup plus l'instrument taux d'intérêt pour contribuer à la relance économique. D'ailleurs, la baisse par étapes des taux débiteurs des banques n'a eu aucun effet jusqu'à présent sur la demande de crédit des entreprises. Celles-ci pensent peut-être que la baisse va se poursuivre mais, compte tenu du taux d'inflation qui subsiste, elles ne devraient pas trop compter sur un tel mouvement. Il serait dangereux en France de provoquer une reprise artificielle par des moyens monétaires et jusqu'à maintenant on a préféré utiliser la voie budgétaire comprenant notamment des bonifications d'intérêts pour des prêts à long terme à des secteurs déterminés.

M. de Strycker indique qu'en Belgique la situation en matière de taux d'intérêt est complexe. La récession économique justifierait une baisse plus marquée des taux d'intérêt, tandis que la forte hausse des prix et des salaires pourrait suggérer de maintenir un niveau relativement élevé des taux. Toutefois, la hausse des prix tient plutôt à l'augmentation des coûts et à

l'enchaînement avec les prix qu'à une pression excessive de la demande. Il est donc évident que l'inflation ne peut être combattue par le maintien d'un niveau élevé des taux d'intérêt.

La rémunération de l'épargne constitue un autre aspect préoccupant. Une baisse plus importante des taux créditeurs détériorerait encore davantage le rendement qui est nettement négatif en termes réels et risquerait de décourager l'épargne. Les considérations extérieures sont cependant plus importantes actuellement. En effet, les autorités belges sont soucieuses d'établir un niveau des taux d'intérêt en équilibre avec celui de l'extérieur, afin d'éviter des mouvements de capitaux. Cette nécessité s'impose non seulement à l'intérieur de la CEE mais également entre celle-ci et les Etats-Unis, car l'apparition de décalages importants des taux d'intérêt entre l'Europe et l'Amérique provoquerait des mouvements de capitaux et un affaiblissement du cours du dollar. En conséquence, il faudrait éviter l'apparition ou le maintien de décalages de ce genre et s'attacher, lors des entretiens avec les Etats-Unis au sein du Groupe de travail No 3 de l'OCDE ou ailleurs, à rechercher sinon une politique commune, au moins un certain parallélisme dans les taux d'intérêt.

M. Emminger estime que la politique des taux d'intérêt des pays de la CEE ne peut être déterminée en fonction de celle des Etats-Unis, car ceux-ci ne retiennent que des considérations intérieures.

M. de Strycker pense que l'aspect extérieur de la politique des taux d'intérêt est de la plus grande importance, car un déséquilibre en cette matière aurait des répercussions graves sur les économies nationales. Il faut donc éviter les décalages de taux entre les Etats-Unis et l'Europe et, en quelque sorte, choisir entre deux maux de remédier au plus grave.

M. Whitaker indique que l'Irlande n'est pas en mesure de mener une politique active et indépendante en matière de taux d'intérêt; ceux-ci ne pouvant s'écarter sensiblement et durablement de ceux en vigueur au Royaume-Uni. De toute manière, les autorités monétaires considèrent qu'une nouvelle baisse des taux d'intérêt serait dommageable pour l'épargne car le "taux réel" est déjà fortement négatif et qu'elle a peu de chance de stimuler l'économie. Pour les pays déficitaires, il convient plutôt de freiner les importations, d'orienter les ressources vers les secteurs exportateurs et d'établir un niveau des coûts assurant une compétitivité favorable en vue de pouvoir répondre à une reprise de la demande mondiale.

M. Carli se réfère au système de taux bonifiés que M. Clappier vient de mentionner. Il espère que ce système aura plus de succès en France qu'en Italie où il a présenté plusieurs inconvénients: extension des interventions politiques dans le choix des investissements, diminution de la responsabilité des banques, tendance à la généralisation du système, incitation au gaspillage ou à la réalisation de mauvais investissements.

Tout en reconnaissant, après les remarques de M. Carli, que l'expérience française pourrait conduire à un échec, M. Clappier pense que les particularités des structures françaises, notamment l'existence d'établissements spécialisés de crédit à moyen et à long terme, devraient permettre une distribution efficace et rapide des crédits aux secteurs choisis.

M. Klasen fait remarquer que le système allemand est très libéral et ne comporte aucune bonification de taux d'intérêt, même pour les crédits octroyés dans le cadre du commerce avec les pays de l'Est. De ce fait, les taux d'intérêt, qui sont déterminés par ceux de la banque centrale, ont une grande importance économique.

M. de Strycker a l'impression que les taux d'intérêt ont perdu beaucoup de leur efficacité, au moins en Belgique où on a constaté durant les dernières années que la demande de crédit a très peu réagi aux variations des taux d'intérêt, tant dans les périodes d'inflation que dans les périodes de récession. De ce fait, les autorités belges ont dû recourir à d'autres instruments d'intervention pour agir sur l'économie et ont été plus attentives, en ce qui concerne les taux d'intérêt, aux facteurs externes. Toutefois, il se peut que l'expérience de la Belgique soit de portée limitée et il serait utile que les experts étudient l'efficacité de la politique des taux d'intérêt dans le passé afin de dégager des leçons pour l'avenir.

M. Klasen indique qu'il est important d'échanger les expériences. En Allemagne, pendant les dernières années, on a observé que la politique de taux d'intérêt, si elle est utilisée correctement, a une importance supérieure à ce qu'on pourrait penser. Le maintien d'un taux "réel" positif a contribué, dans une mesure appréciable, au succès en matière de politique de stabilisation et de freinage des investissements spéculatifs. A l'inverse, on peut stimuler l'activité économique au moyen d'une baisse des taux d'intérêt.

M. Zijlstra suggère de faire examiner par les experts la question de l'efficacité de la politique de taux d'intérêt et l'incidence de taux d'intérêt "réels" négatifs sur l'économie.

M. McMahon tient à faire quelques remarques complémentaires sur la situation au Royaume-Uni. Dans le domaine des taux d'intérêt à court terme, les autorités cherchent à maintenir, en vue du financement du déficit de la balance des paiements, un écart positif entre les taux nationaux et ceux appliqués à l'étranger, notamment aux Etats-Unis. En ce qui concerne les taux à long terme, le Royaume-Uni connaît certes un taux "réel" négatif, mais également un taux nominal relativement élevé dont il ne faut pas négliger l'importance. Néanmoins, M. McMahon appuie la suggestion émise par M. Zijlstra, de faire examiner la question de l'incidence d'un taux "réel" négatif sur l'économie.

M. Dondelinger fournit quelques renseignements sur les taux d'intérêt appliqués au Luxembourg. Il indique notamment que le nouveau gouvernement a renoncé à la politique de taux d'intérêt bas qui a été poursuivie pendant des années; le taux créditeur a été porté à 6% en vue d'adapter le rendement sur les placements à court terme au niveau international et d'encourager l'épargne.

Le taux débiteur applicable aux crédits aux grandes entreprises se situe au niveau de 8,5%, ce qui paraît raisonnable, étant donné notamment un taux d'inflation de 10% prévu pour 1975. Le gouvernement ne voit aucune raison pour modifier sa politique actuelle de taux d'intérêt.

Le Président ajoute que le Danemark est plutôt parmi les pays qui manifestent une attitude très prudente à l'égard d'une baisse des taux d'intérêt dans les circonstances actuelles.

En résumant la discussion, le Président estime que l'échange de vues sur la question posée par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse, a été très utile et a montré que les Gouverneurs mettent un accent variable sur les considérations extérieures et intérieures.

M. Zijlstra suggère que la question sur les objectifs à court terme des politiques de taux d'intérêt appliquées dans les pays membres soit retenue à l'ordre du jour du Comité et fasse de temps à autre l'objet d'un échange de vues. Les autres questions posées par M. Bastiaanse nécessitent encore des études approfondies qui pourraient être faites par le groupe d'experts.

Le Comité retient cette suggestion et charge le groupe d'experts de lui soumettre un rapport sur ces questions avant sa réunion d'octobre. En outre, il prend note que le groupe a prévu d'élaborer un rapport sur l'évolution des agrégats monétaires au cours du premier trimestre de 1975. Ce rapport devrait être examiné par le Comité lors de la séance de juillet.

V. Echange de vues sur les discussions relatives au problème de l'or tenues lors de la réunion conjointe avec les Gouverneurs du Groupe des Dix du 12 mai 1975

Le Président informe le Comité que le secrétariat établira un bref résumé des discussions tenues lors de cette réunion conjointe.

VI. Analyse de la 80e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

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

La récession économique dans les pays membres de la CEE a tendance à plafonner, mais la reprise de l'activité économique ne peut pas être espérée avant l'automne, après une assez longue phase de stabilisation de la production à un niveau relativement bas.

Sur le marché de l'emploi, la dégradation s'est généralement poursuivie; le chômage partiel en particulier a augmenté et s'est étendu dans tous les pays membres, alors que les offres d'emploi non satisfaites ont connu le plus souvent une nouvelle diminution.

Dans le domaine des prix, on note, sauf au Royaume-Uni, une stabilisation ou même, dans certains pays, une diminution de l'indice des prix de gros. Cette évolution favorable n'a cependant eu qu'une influence limitée sur le mouvement des prix à la consommation qui ont augmenté, dans l'ensemble de la CEE, de 14% par rapport à l'année précédente. Le rythme de progression futur dépendra, dans une large mesure, de l'évolution des salaires qui se situait en février 1975 à 21% en moyenne au-dessus de leur niveau enregistré un an plus tôt.

Les données statistiques pour le premier trimestre de 1975 montrent que les pays de la CEE ont généralement amélioré de manière sensible le solde de leurs balances commerciales par rapport à la période correspondante de 1974. Ce résultat tient essentiellement à la forte réduction des importations, imputable à l'affaiblissement de l'activité économique et à la baisse des prix des matières premières sur les marchés mondiaux. En Allemagne, l'excédent de la balance commerciale dégagé durant le premier trimestre de 1975 est en recul notable par rapport à l'année précédente.

M. Emminger précise qu'en Allemagne la diminution de l'excédent commercial de 2,7 milliards de DM recouvre une détérioration des échanges avec

les pays partenaires de la CEE de 6 milliards de DM et une amélioration de 3,3 milliards de DM des échanges avec les pays extérieurs à la Communauté.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Rentrée du franc français dans le "serpent"

M. Clappier tient à souligner que l'intention du gouvernement français de replacer le franc dans le "serpent" doit être considérée essentiellement comme une mesure de politique européenne, même si cette considération n'est pas la seule motivation.

Les modalités du retour du franc devront être discutées le moment venu avec les partenaires de la CEE. Ce retour peut être un élément de force ou de faiblesse pour le "serpent" mais il ne peut être indifférent pour celui-ci. Il semble donc utile de procéder ensemble à une revue de détail des conditions de fonctionnement de manière à apporter les compléments, modifications ou assouplissements qui s'avèreraient opportuns. Ce réexamen est envisagé du côté français avec l'esprit ouvert, c'est-à-dire sans conditions précises, mais avec le souci que la rentrée du franc dans le "serpent" soit pour celui-ci un élément de force et non de trouble. La date de cette rentrée ne peut être fixée dès à présent; elle devrait toutefois être assez proche.

En réponse à une question de M. Emminger, M. Clappier indique que les modalités de la procédure devraient être fixées par les Ministres des Finances lors de leur session du 20 mai à Bruxelles et que ce jour-là les Gouverneurs pourraient confier des études à un groupe de travail.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le dimanche 8 juin 1975 à 17 heures 15.