

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

Sont présents: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; le Directeur à la Banque Nationale de Belgique, M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Klasen, accompagné par MM. Gleske 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. Murray, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Ercolani, Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et Boot; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Dondelinger; M. Webb, Chef de division à la Direction des Affaires monétaires de la Commission des Communautés européennes; assistent en outre le Président du groupe d'experts, M. Heyvaert. Le Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs, 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 103e séance

Le Président indique que le secrétariat a reçu quelques propositions d'amendement qui sont généralement de caractère rédactionnel et qui concernent les déclarations de MM. Heyvaert (page 2), Nash (page 4), Lamfalussy (page 5) et Théron (page 7).

Compte tenu de ces amendements, qui seront insérés dans le texte définitif, le procès-verbal de la 103e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

* Texte définitif, approuvé lors de la réunion du 9 novembre 1976, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de juillet et août et des premiers jours de septembre 1976: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du Rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

A. Rapport succinct sur la concertation

Après avoir résumé les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal, M. Heyvaert attire l'attention du Comité, d'une part sur les importants emprunts extérieurs contractés par le Danemark et le Royaume-Uni, d'autre part sur le remboursement de 500 millions de dollars effectué par la Banca d'Italia à valoir sur le crédit gagé d'or qui lui a été accordé par la Deutsche Bundesbank en septembre 1974 pour un montant de 2 milliards de dollars.

M. Heyvaert fait également remarquer que , durant la période sous revue, la concertation a été très active et fructueuse sans pour autant être toujours très facile. En effet, le problème du choix des moyens d'intervention s'est posé à plusieurs reprises, et parfois même avec acuité lorsque le dollar était en baisse. Certaines banques centrales, notamment les deux institutions associées au "serpent", ont marqué une préférence pour des interventions intramarginales en dollars et en monnaies européennes, mais l'arrangement conclu en 1974 sur les interventions intramarginales dans ces dernières monnaies ne peut pas être mis en oeuvre aussi facilement qu'on pouvait l'espérer, la Deutsche Bundesbank est en effet assez réticente à l'égard d'une pleine utilisation des montants prévus dans cet arrangement.

Le Président remercie M. Heyvaert de son rapport.

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

M. McMahon indique que les Suppléants n'ont aucune remarque à l'égard du projet de rapport établi par M. Heyvaert et mis au point par les experts du groupe de la concertation.

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

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

M. Baffi indique que, durant les deux derniers mois, l'Italie a bénéficié d'importantes entrées de devises, qui étaient cependant de nature temporaire et tenaient aux facteurs suivants:

- les variations saisonnières,
- le produit des crédits accordés par les exportateurs étrangers ayant trait à l'obligation imposée aux importateurs italiens de constituer des dépôts en lires pour toute opération comportant l'achat de devises,
- l'endettement à l'égard de l'extérieur, du système bancaire italien essentiellement par suite de la réglementation, adoptée en mai dernier, obligeant les exportateurs italiens ayant concédé à leurs clients étrangers des délais de paiements à financer immédiatement et en devises 30% de la valeur de leurs ventes. La position extérieure du système bancaire italien est actuellement débitrice à concurrence de 2,5 milliards de dollars.

Les facteurs susmentionnés étant réversibles, il faut s'attendre pour les prochains mois à d'importantes pertes de devises. D'une part, la majeure partie du déficit de la balance des paiements courants qui, en 1976, devrait être encore supérieur à la contrevaieur de 3 milliards de dollars, sera enregistrée vers la fin de l'année civile; d'autre part, il est clair que chaque réduction de réserves déclenche des mouvements de capitaux spéculatifs, qui exacerbent les effets du mouvement initial. Dans ces conditions, M. Baffi demande aux Gouverneurs de proroger encore une fois la facilité pour une période de trois mois. Ainsi, la Banca d'Italia pourrait tirer sur la facilité de crédit en décembre et, à condition qu'elle répartisse son utilisation sur deux périodes de trois mois, bénéficier de l'aide communautaire durant la période la plus difficile pour l'Italie. Il va de soi que la facilité ne sera utilisée que dans la mesure où la Banca d'Italia aura l'assurance de pouvoir la consolider par un financement à moyen terme.

Les Gouverneurs prennent note de l'intention de la Banca d'Italia de n'utiliser le soutien monétaire à court terme accordé à celle-ci que dans la mesure où il pourrait être consolidé à l'échéance et décident de prolonger ce soutien monétaire pour une période qui, par dérogation à l'article VI, 2, de l'Accord, aura une durée de trois mois se terminant le 13 décembre. Cette prolongation est faite en conservant les mêmes conditions et les mêmes modalités

que celles qui ont été fixées dans la lettre du 12 mai 1976 du Gouverneur Richardson au Gouverneur Baffi.

Les Gouverneurs conviennent en outre que, si le soutien n'a pas été utilisé en totalité ou en partie durant ce délai, ils examineront, lors de la séance du Comité du 14 décembre 1976, la question d'une nouvelle prolongation éventuelle de la facilité aux mêmes conditions.

IV. Analyse de la 92e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

A l'invitation du Président, M. Lamfalussy fait un bref exposé qui se concentre sur les tendances actuelles en matière d'inflation.

Comme cela a été également dit par l'OCDE, l'évolution des prix à la consommation, au cours de la période de trois mois se terminant fin juillet, a été de loin la plus satisfaisante depuis longtemps, la hausse s'étant ralentie dans la plupart des pays membres de la CEE, ainsi qu'au Japon et au Canada. Si l'on considère cependant la progression moyenne au cours du deuxième trimestre 1976, on constate que la tendance à la décélération de la hausse s'est arrêtée. En ce qui concerne les prix de gros et les prix de gros pour les "input" et "output" industriels, on note en général une légère reprise de la hausse, qui est notamment visible en Italie et en France; dans d'autres pays, par exemple en Allemagne, le développement des prix de gros ne contribue plus, comme cela a été le cas l'année précédente, à la lutte contre l'inflation. La décélération du rythme de progression des salaires semble également avoir pris fin presque partout, sauf au Royaume-Uni. Enfin, les prix des matières premières se sont inscrits en hausse dès la reprise de l'activité économique; plus récemment, ils ont cependant marqué un certain plafonnement.

L'analyse ci-dessus de l'évolution actuelle laisse penser qu'on ne peut pas s'attendre à un nouveau ralentissement de la hausse des prix à la consommation, mais plutôt à une accélération de celle-ci. Un tel développement pose cependant une série de problèmes de politique économique sur laquelle il soumet à la considération des Gouverneurs les trois réflexions suivantes:

- Peut-on, dans la situation actuelle, caractérisée par une reprise perdant actuellement de la force, s'efforcer d'atténuer l'inflation par les moyens traditionnels de la politique de restriction de la demande globale?
- La politique des revenus devrait perdre son caractère d'instrument de crise et devenir un moyen de politique qui sera appliqué à titre permanent;
- Dans l'hypothèse où l'inflation persisterait, en dépit des efforts entrepris par la politique économique, ne faudrait-il peut-être pas reconsidérer la possibilité de l'indexation d'avoirs financiers?

Le Président remercie M. Lamfalussy de son intéressant exposé, M. Clappier se félicite des réflexions claires que M. Lamfalussy a présentées. A propos de l'analyse, il fait remarquer d'une part, que les données relatives aux prix de gros aussi bien en France que dans d'autre pays, ne sont pas très fiables; d'autre part, il pense que les perspectives deviennent plus favorables si l'on tient compte des effets que devrait exercer l'amélioration de la productivité qu'on observe dans la phase de conjoncture actuelle.

En ce qui concerne les conclusions tirées par M. Lamfalussy, M. Clappier craint toutefois que l'inflation ne devienne un phénomène permanent. En France, par exemple, le taux d'inflation a augmenté de crise en crise, et même si ce résultat tient partiellement aux insuffisances de la politique économique française, on ne peut s'empêcher de constater qu'il s'agit d'un phénomène mondial. La lutte contre ce phénomène exige certainement de faire constamment appel à la politique visant à obtenir un freinage volontaire de la hausse salariale. Il faudrait tenir compte de cette considération lors de l'établissement des programmes de politique économique pour les prochaines années.

M. Lamfalussy répond à M. Clappier en disant qu'il n'a pas oublié l'aspect productivité, mais que les données disponibles sont difficilement comparables à l'échelle internationale. Certes, la productivité marque actuellement une amélioration sensible; ce mouvement ne devrait cependant pas avoir pour effet un nouveau ralentissement de la hausse des prix; il permettrait seulement de retarder de quelques mois l'accélération du rythme d'inflation, qui est encore assez élevé dans certains pays.

M. Zijlstra ne peut pas accepter la thèse selon laquelle il faut s'accommoder d'une inflation permanente. Affectant les prix de manière inégale, l'inflation crée des distorsions de nature économique et sociale et doit conduire finalement à la destruction du système économique et social occidental. Le recours à l'indexation ne peut pas résoudre ces difficultés. Il faut donc continuer la lutte contre l'inflation.

M. Klasen se rallie au point de vue exprimé par M. Zijlstra. Non seulement l'amélioration de la productivité, mais aussi le changement intervenu dans l'attitude des salariés à l'égard de l'inflation, tel que cela s'est manifesté au Danemark et au Royaume-Uni, font espérer une évolution plus favorable que celle prévue par M. Lamfalussy. Les arrangements faits avec les syndicats anglais et danois ont un caractère de modèle et indiquent la direction dans laquelle il faut continuer. L'indexation, en revanche, n'est aucunement un remède.

M. Baffi fait remarquer qu'en période de haute inflation, l'absence d'indexation des créances financières peut faire obstacle à l'équilibre du marché des capitaux. Ainsi, en Italie, où les taux d'intérêt à long terme n'ont pas suffisamment réagi à la hausse des prix, de sorte que les opérations financières ont été reportées sur le marché à court terme. Les autorités italiennes se demandent donc s'il ne convient pas de permettre ou même d'encourager l'indexation des créances financières à long terme; elles réfléchissent actuellement sur l'émission d'un emprunt public indexé. Leur décision de réaliser ce projet serait facilitée si elles connaissaient les opinions des autres pays membres au sujet de l'indexation, et elles ont pris connaissance, avec grand intérêt, de projets semblables de la part des autorités britanniques. L'inflation a pour effet de redistribuer la fortune au détriment de la classe bourgeoise, et cette redistribution est d'autant plus injuste que les bénéficiaires disposent normalement d'un revenu plus important que ceux qui sont désavantagés par l'inflation.

M. Janson se rallie aussi bien à l'opinion exprimée par M. Zijlstra qu'aux réflexions faites par M. Baffi sur le caractère injuste de l'inflation. L'inflation ne peut être surmontée que si l'on se met d'accord sur une politique des revenus. Cette approche est cependant difficile à réaliser. En Belgique par exemple, les syndicats se sont toujours déclarés prêts à collaborer dans la lutte contre l'inflation, mais la mise en oeuvre d'une politique

des revenus a régulièrement échoué à cause de l'opposition des mêmes syndicats qui estiment qu'une telle politique frapperait essentiellement les travailleurs. C'est ainsi que les restrictions récemment introduites à titre provisoire par le gouvernement belge en matière d'application des conventions paritaires, d'une part, les limitations en matière d'indexation des revenus, d'autre part, ont rencontré de vives critiques. Ces matières devront être reprises en fin d'année et il est à craindre que les négociations soient difficiles car chaque groupe social tend à s'opposer à ce que les mesures envisagées dans le cadre d'une politique des revenus s'appliquent à lui-même.

M. Janson conclut en disant qu'il partage les craintes exprimées par M. Lamfalussy. En effet, le problème de l'inflation est difficile à résoudre en pratique, même s'il y a un accord parfait sur le plan des principes.

M. Zijlstra précise que l'indexation n'est pas néfaste dans tous les cas et qu'il faut distinguer entre les diverses formes: l'indexation des salaires, des actifs financiers, des revenus fiscaux. Aux Pays-Bas, par exemple, l'indexation des salaires a été introduite comme un instrument de la politique des revenus. En fixant sur le plan national le taux d'accroissement des salaires en termes réels, on évite que la hausse des prix prévue ne soit anticipée, lors des revendications salariales. Cette approche globale est cependant différente d'une politique qui permet l'indexation des revenus sur le plan sectoriel.

L'opportunité d'indexer des actifs financiers, d'autre part, dépend de l'ordre de grandeur de l'inflation. En effet, si l'inflation est entrée dans sa phase galopante, l'indexation peut devenir inévitable à moins qu'on ait encore l'espoir de pouvoir réduire le taux d'inflation; s'il y a encore de l'espoir, il ne faut pas utiliser cet instrument car, par une telle politique, les autorités avouent publiquement qu'elles ne voient plus aucune chance d'atténuer l'inflation.

M. Klasen répond à la questions de M. Baffi que, selon son avis, toute indexation soit totale, soit partielle, est toujours une mauvaise solution. L'indexation présente notamment l'inconvénient d'entraîner nombre de difficultés et d'empêcher les forces du marché de jouer leur rôle. L'expérience faite en Allemagne durant la phase de taux d'inflation élevés a montré que, en levant le niveau des taux d'intérêt nominaux et en réduisant la durée des emprunts, les forces du marché ont assuré la meilleure protection des épargnants.

Le Président pense que l'exposé fait par M. Lamfalussy a provoqué un échange de vues très animé, qu'il serait utile de poursuivre lors d'une séance ultérieure.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Travaux du nouveau groupe d'experts concernant les risques par pays

Le Président fait remarquer que les Gouverneurs des banques centrales du groupe des Dix ont examiné, la veille, les premiers résultats des études sur les risques par pays et sont arrivés aux mêmes conclusions que celles présentées par M. Lamfalussy, en résumé des travaux du groupe d'experts.

La prochaine réunion de ce groupe aura lieu à Bâle les 26 et 27 octobre 1976.

M. Lamfalussy indique que la proposition faite aux Gouverneurs est une formule de compromis conciliant deux besoins contradictoires.

- D'une part, la collecte et la communication de nouvelles données entraîneraient pour tous les intéressés un effort supplémentaire, qui ne peut être justifié que dans la mesure où un tel exercice fournirait un minimum d'informations supplémentaires, par rapport à celles que l'on peut retirer des déclarations actuelles.
- D'autre part, il faudrait éviter de surcharger l'exercice de trop de détails, car il est important de disposer des données en cause aussi rapidement que possible.

Compte tenu de ces principes, le minimum d'informations supplémentaires devrait comprendre:

- des données sur les créances des succursales et des filiales des banques déclarantes localisées dans les centres offshores; de telles informations ne sont actuellement disponibles que pour les succursales des banques américaines opérant dans ces centres;
- une répartition par échéance des créances des banques déclarantes sur les pays considérés individuellement;
- des renseignements sur les lignes de crédit confirmées mais non utilisées.

En ce qui concerne la question de la couverture des données par pays, les experts ont été unanimes pour estimer que comme il n'est pas possible de déterminer à l'avance les pays où des situations préoccupantes sont susceptibles de se produire, les données ne devraient pas se limiter à certaines zones mais au moins couvrir tous les pays en dehors de la zone déclarante. Plusieurs experts ont même préconisé l'inclusion des données relatives à la zone déclarante. Le compromis dégagé la veille par les Gouverneurs au sujet de cette dernière question prévoit que, dans une première phase, les données ne couvriront que les pays en dehors de la zone déclarante; cette dernière sera

inclue dans l'exercice lorsqu'on aura une certaine idée du volume de travail supplémentaire qu'impliquerait cette approche.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

Le Comité se réserve de se réunir, en liaison avec l'Assemblée annuelle du FMI à Manille, le lundi 4 octobre à 17 heures, dans la mesure où une telle réunion s'avérerait nécessaire dans les semaines à venir.

Si le Comité ne se réunit pas en octobre, sa prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 9 novembre 1976 à 10 heures. Pour cette séance, à laquelle participeront également les Gouverneurs des banques centrales de Norvège et de Suède, les Suppléants établiront, conformément au mandat qui leur a été confié en mai, un rapport sur les politiques des taux de change des pays membres de la CEE et des pays associés au "serpent".

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

JUILLET ET AOUT 1976

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des banques centrales participant à la concertation (banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Suisse, du Japon, des Etats-Unis et du Canada) et les opérations d'intervention de ces dernières durant les mois de juillet et août 1976, ainsi que pendant les premiers jours de septembre.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGES

De vives pressions à la hausse ou à la baisse sont apparues à nouveau. Elles ont affecté plus particulièrement toutes les monnaies qui constituent le "serpent" ainsi que quelques-unes de celles qui flottent de façon indépendante. Leurs effets se retrouvent à la fois dans des mouvements assez marqués de cours et d'importantes interventions des banques centrales. Dans la plupart des cas, ces tensions se sont manifestées dans un même sens durant plusieurs semaines, ne changeant de direction ou, du moins, d'ampleur qu'en fin de période. Elles ont amené les autorités de quelques pays à prendre des mesures sur leur marché monétaire. Parfois, elles ont hâté l'adoption ou la préparation d'un programme économique et financier.

A la mi-juillet, après que le franc français se fût soudainement affaibli et que l'Autriche eût abandonné le lien qu'elle entretenait volontairement entre sa monnaie et celles du "serpent", ces dernières ont eu à faire face aux effets de spéculations portant à la fois sur les taux de change existant entre elles et sur la survie même du système dont elles font partie.

Il en est résulté tout d'abord un élargissement de l'écart qui séparait, déjà auparavant, le mark allemand des cinq autres monnaies. Celles-ci, qui occupaient début juillet une zone s'étendant sur un peu moins de 1% dans la partie inférieure de la bande, se sont rapprochées, plus ou moins régulièrement, de leur cours plancher à Francfort; plusieurs d'entre elles l'ont atteint dès la fin de ce mois. Durant les trois premières semaines d'août, elles se sont maintenues à ce niveau, séparées par un écart réduit en général à moins de $\frac{1}{2}\%$.

Après avoir tout d'abord freiné l'évolution de leur monnaie par des interventions en dollars, les banques centrales concernées sont ensuite intervenues essentiellement en monnaies européennes. Bien que la tension ait été générale, ce sont le franc belge, le florin et la couronne danoise qui ont été le plus durement touchés. Le premier, qui se trouvait déjà fin juin au bord inférieur du "serpent", y est resté de façon presque continue jusqu'au 20 août. Il reçut le soutien de la Banque Nationale de Belgique dès la mi-juillet avant que l'écart maximum de 2,25% ne soit atteint vis-à-vis du mark. Le florin a fait preuve d'une certaine résistance, se redressant temporairement de façon plus ou moins marquée. Mais, il a, lui aussi, dû être soutenu de manière substantielle durant la deuxième décade d'août. Enfin, en ce qui concerne la couronne danoise, les interventions ne se sont réduites qu'après l'adoption par le Parlement danois d'un programme d'assainissement économique.

Tandis que s'effectuaient ces opérations de soutien, le mark s'orientait à la hausse vis-à-vis des monnaies qui flottent de façon indépendante et entraînait dans son sillage les autres monnaies du groupe.

A partir du 23 août, la situation au sein du "serpent" s'est modifiée sensiblement grâce principalement à l'apparition, pour les devises menacées, de taux d'intérêt à court terme extrêmement élevés résultant à la fois de la réduction des liquidités bancaires dues aux interventions sur les marchés des changes et à des mesures monétaires d'ordre quantitatif, ainsi que du renchérissement du recours au crédit auprès des banques centrales en cause. C'est dans ces conditions que le florin s'est raffermi vigoureusement sur tous les marchés, au point de se rapprocher rapidement du mark allemand dont il n'était plus séparé, fin août, que par un écart de $\frac{1}{4}\%$ environ. Ce brusque renversement a permis à la Nederlandsche Bank d'intervenir largement à l'achat de dollars. Le franc belge s'est également détaché de son

cours plancher à Francfort, d'abord très légèrement, ensuite de façon un peu plus nette. En outre, les couronnes scandinaves, bien que demeurant à proximité de leur point d'intervention en mark, n'ont plus dû recevoir qu'un soutien marginal. Vis-à-vis du dollar EU, l'avance que les différentes monnaies européennes à fluctuations limitées enregistrent fin août par rapport au 30 juin 1976 se chiffre par un peu moins de 2% en moyenne.

Plusieurs monnaies qui flottent de façon indépendante ont également subi des mouvements très prononcés. En particulier, le franc français s'est affaibli brusquement dans les premiers jours de juillet. La Banque de France a d'abord tenté d'atténuer cette orientation par des ventes de dollars. Mais, au début de la seconde quinzaine du même mois, elle l'a laissée se traduire davantage dans les cours. C'est ainsi que, abstraction faite d'un redressement passager après le relèvement du taux d'escompte et la progression du loyer de l'argent à Paris, le repli du franc français s'est accentué sur toutes les places. Cependant, durant la seconde moitié d'août et, en particulier, après le remaniement ministériel en France, une certaine reprise du franc a pu être observée. Par rapport à fin juin 1976, son recul en termes de dollars a été dès lors ramené de 5,65% le 13 août à 3,65% en fin de période. Quant à l'appréciation moyenne pondérée des monnaies du "serpent" à l'égard du franc français, calculée sur la base des cours centraux en vigueur le 18 janvier 1974, elle s'est accrue de 5,50% le 30 juin à 11,50% le 31 août, après avoir presque atteint 13% le 18 août.

Le dollar canadien s'est également inscrit en baisse sensible, en particulier au début du mois d'août. Par rapport au 30 juin dernier, son repli atteint finalement 1% vis-à-vis du dollar EU, ce qui annule complètement le gain réalisé dans le courant de juin.

Bénéficiant de l'important surplus de la balance commerciale du Japon et d'afflux de capitaux, le yen a, au contraire, progressé nettement, davantage même que la plupart des devises du "serpent". Pour les deux mois écoulés, son avance, freinée à quelques reprises par la Banque du Japon, dépasse $3\frac{1}{4}\%$ à l'égard du dollar.

Quant aux cours de la lire italienne, de la livre sterling et du franc suisse, ils se retrouvent fin août, par rapport au dollar, à des niveaux très proches de ceux du 30 juin. Ces monnaies ont donc enregistré, vis-à-vis des monnaies européennes à fluctuations limitées, un repli également voisin de 2%.

Il y a lieu de noter cependant que la livre sterling a subi entre-temps, dans les deux sens, des mouvements parfois sensibles mais temporaires, que la Bank of England a réussi à modérer par de fréquentes interventions.

D'autre part, le quasi-statut quo de la lire italienne en termes de dollar EU est à mettre en parallèle avec les interventions quotidiennes de stabilisation de la Banca d'Italia.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les interventions en dollars de l'ensemble des banques centrales qui participent à la concertation ont porté sur un volume global relativement important. Pour les deux mois écoulés, elles atteignent au total \$4,3 milliards à l'achat et \$3,8 milliards à la vente.

Les banques centrales dont la monnaie n'est pas soumise à des marges de fluctuations se sont montrées de loin les plus actives. Parmi elles, celles de la CEE ont réalisé 52% du volume global alors que la part des membres du "serpent", y compris les deux banques centrales scandinaves associées, ne représente que près de 16%.

Les soldes nets se répartissent comme suit pour chacun des groupes:

- $\frac{1}{2}$ milliard de dollars à la vente pour les banques centrales du "serpent", malgré les rachats substantiels réalisés fin août par la Nederlandsche Bank;
- 100 millions de dollars environ à l'achat pour les banques centrales de la CEE non membres du "serpent", les acquisitions importantes de la Banca d'Italia dépassant dans cette mesure la somme des ventes nettes de la Banque de France et de la Bank of England;
- près de 900 millions de dollars à l'achat pour l'ensemble des autres banques centrales participant à la concertation, suite aux interventions de la Banque Nationale Suisse et de la Banque du Japon, celles de la Banque du Canada laissant un léger solde négatif.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Toutes les banques centrales qui participent au système de fluctuations limitées sont intervenues en monnaies européennes. Ces interventions ont été effectuées en majeure partie durant les trois premières semaines d'août.

Elles représentent un soutien global, à travers le mark, de 1,3 milliard d'UCME, dont plus de 85% pour le franc belge, le florin et la couronne danoise ensemble.

Si, pour mesurer le coût total du respect des marges, l'on y ajoute les interventions en dollars des banques centrales concernées avant que n'apparaisse une accalmie fin août, on obtient un total équivalant à 2,1 milliards d'UCME. Pour février et mars réunis, ces chiffres s'étaient élevés respectivement à 3,3 milliards et à 5,9 milliards d'UCME, compte tenu de la participation du franc français au "serpent" jusqu'au 12 mars.

Pratiquement, toutes les interventions en monnaies européennes ont eu lieu aux cours limites et, dans ce cas, elles ont fait, dans leur grande majorité, l'objet d'un financement. Seule la Norges Bank n'a pas recouru à celui-ci.

Les interventions intramarginales en monnaies européennes se limitent à une somme d'un peu plus de 30 millions d'UCME. Elles ont été couvertes par prélèvement sur les réserves.

De son côté, la Federal Reserve Bank of New York s'est montrée peu active. Le volume global de ses interventions, en francs belges à l'achat, en marks allemands dans les deux sens, atteint l'équivalent de 70 millions de dollars.

* * *

Premiers jours de septembre

Les premiers jours de septembre ont été marqués par un nouvel accès de faiblesse de la livre sterling qui a donné lieu d'abord à des interventions importantes de la Bank of England puis, lorsque celles-ci furent interrompues, à une chute rapide de ses cours de change. Ce mouvement s'est déclenché à l'annonce de menaces de grève dans la marine marchande et dans un groupe important de la construction d'automobiles. Il s'est chiffré par plus de 2% par rapport au dollar.

Simultanément, celui-ci s'est replié vis-à-vis pratiquement de toutes les autres devises. Sur les places des monnaies du "serpent", l'ampleur des écarts est variable: elle est la plus grande à Francfort et à Amsterdam (0,80%), la plus faible à Bruxelles (0,30%). Les

écarts vis-à-vis du yen et du dollar canadien sont du même ordre de grandeur qu'à l'égard des monnaies du "serpent". Par contre, ils sont beaucoup plus réduits à Zurich, Rome et Paris.

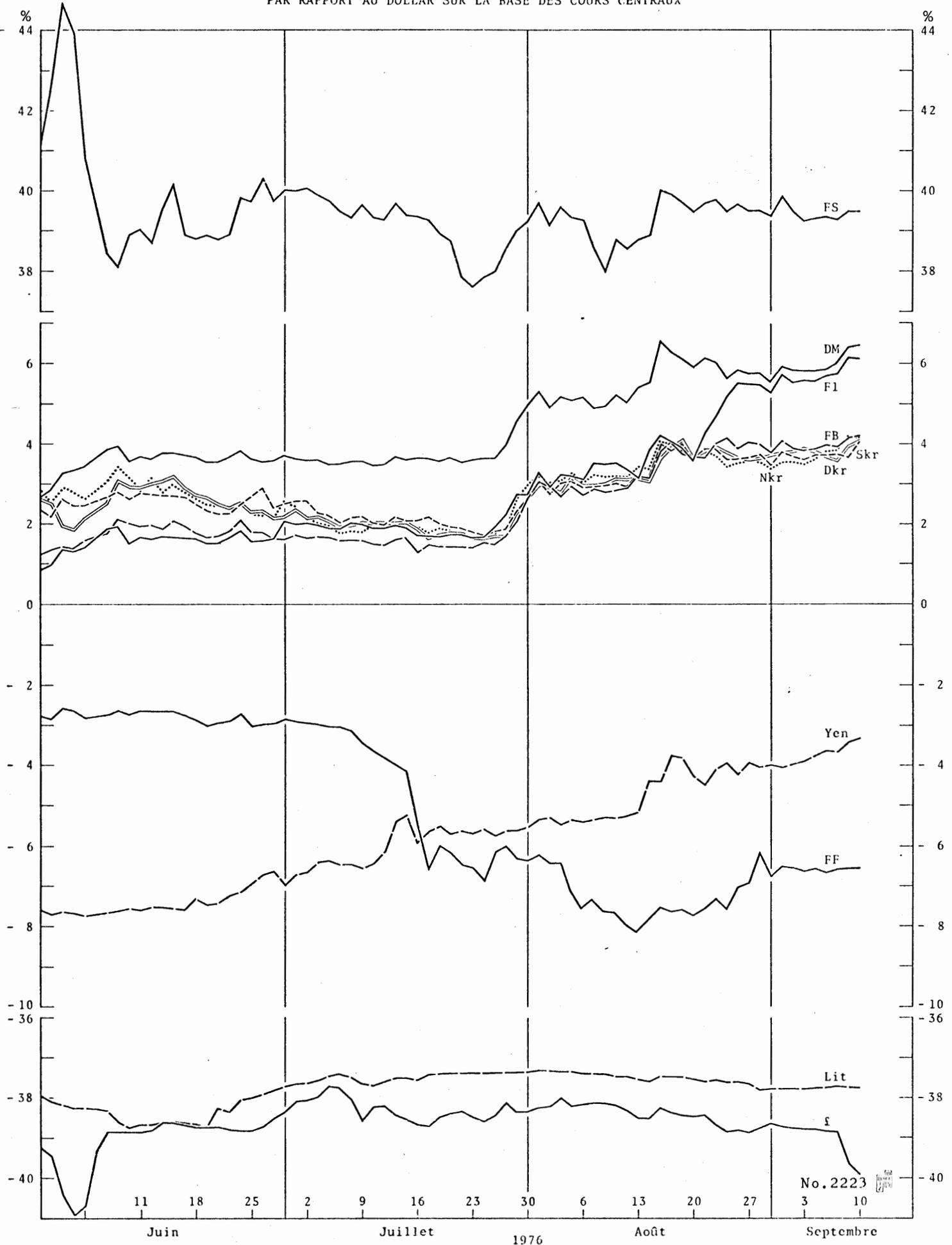
C'est ainsi que le mark allemand et non loin de lui, le florin, se sont montrés très fermes en tête des monnaies du "serpent", tandis que s'opérait un rapprochement des quatre autres entre elles, au point que ces derniers jours, elles ont touché simultanément ou alternativement le cours plancher à Francfort.

D'autre part, par rapport à cet ensemble de monnaies, la livre sterling a perdu environ 2,75%, le franc français, la lire et le franc suisse autour de 3/4%. Par contre, le yen et le dollar canadien ne se sont finalement guère écartés de la moyenne des monnaies du "serpent".

En ce qui concerne les interventions, la Nederlandsche Bank a poursuivi ses rachats de monnaies étrangères, essentiellement des dollars, sur une large échelle. Par contre, la défense des marges de fluctuation a coûté à l'ensemble des banques centrales des quatre monnaies faibles du "serpent" l'équivalent d'une centaine de millions de dollars, un tiers environ ayant fait l'objet d'interventions en dollars, le solde en marks allemands. Parmi les autres banques centrales participant à la concertation, relevons d'une part l'importance des ventes de dollars de la Bank of England et d'autre part les achats relativement plus modestes de la Banca d'Italia, de la Banque Nationale Suisse et de la Banque du Canada. La Banque du Japon n'est que très peu intervenue, tandis que la Banque de France s'abstenait.

Si l'on compare les interventions en dollars de chaque groupe, on constate que les achats nets des banques centrales du "serpent" compensent pratiquement les ventes nettes des autres banques centrales de la CEE et que les banques centrales hors CEE ont procédé à un achat global net de dollars relativement peu élevé.

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



* Effectifs, 1 dollar EU =
 FB 40,3344; Dkr 6,2805; FF 4,60414; DM 2,6690; F1 2,7812; Nkr 5,69606; Skr 4,56.
 Théoriques, 1 dollar EU =
 Lit 523,35; Yen 277,20; FS 3,456. £1 = \$2,8952.