

PROCES-VERBAL *
DE LA CINQUANTIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE SAMEDI 12 JUIN 1971 A 14 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Carli, accompagné par M. Baffi; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Klasen, accompagné par M. Emminger; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Vandeputte, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Banque de France, M. Wormser, accompagné par M. Clappier; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par le baron Mackay; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Barre, accompagné par M. Mosca, ainsi que le Président des Suppléants du Groupe des Dix, M. Ossola. Le Secrétaire Général du Comité, M. d'Aroma, et son adjoint, M. Bascoul, sont aussi présents, ainsi que M. Rainoni.

I. Approbation du procès-verbal de la quarante-neuvième séance

Le projet qui a été adressé à tous les membres par une lettre du secrétariat du 4 juin 1971 n'a pas fait l'objet de remarques. Aucune observation n'étant formulée en séance, le procès-verbal est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet susmentionné.

II. Remarques préliminaires du Président du Comité des Suppléants

M. Baffi indique que les Suppléants n'ont pas tenu de réunion avant la présente séance du Comité et qu'il n'a donc pas de remarques à présenter, si ce n'est des remerciements à adresser aux banques centrales, et notamment à la Banque Nationale de Belgique, pour leurs notes, ainsi qu'au secrétariat du Comité pour la note de synthèse sur la régulation des liquidités internes.

III. Examen des mesures éventuelles à prendre comme suite à la résolution du Conseil des Communautés européennes des 8/9 mai 1971, et aux propositions de la Commission (cf. document daté du 6 mai 1971 et intitulé "Remarques

concernant les consultations relatives à la situation monétaire internationale")

- a) Régulation des liquidités internes (cf. note de synthèse en date du 24 mai 1971 du secrétariat du Comité sur les travaux réalisés par les Suppléants)

Le Président remercie au nom des Gouverneurs le secrétariat pour son travail dans ce domaine; il invite M. Clappier à informer le Comité des discussions tenues par le Comité monétaire sur ce sujet lors de sa session du 26 mai 1971.

M. Clappier résume comme suit l'échange de vues que le Comité monétaire a eu sur la base de la note de synthèse du secrétariat du Comité des Gouverneurs.

1) Dans l'ensemble, tous les pays membres de la Communauté disposent sur le plan juridique de la quasi-totalité des instruments de politique monétaire qui sont mentionnés dans les propositions de la Commission (cf. document daté du 6 mai 1971) et dans la note de synthèse précitée, instruments dont le but essentiel est de limiter les mouvements de capitaux spéculatifs et de neutraliser leurs effets internes. L'exception la plus notable concerne la Deutsche Bundesbank qui n'a pas juridiquement la possibilité de régler directement la position nette extérieure des banques commerciales.

2) Les pays membres n'utilisent pas tous les instruments dont ils disposent et le cas le plus net intéresse à nouveau l'Allemagne où les mouvements de capitaux avec l'étranger du secteur non bancaire pourraient mais ne sont pas contrôlés.

3) Sans aboutir à des conclusions très précises, le Comité monétaire a néanmoins reconnu unanimement que la disposition et l'utilisation des instruments de politique monétaire qu'il a examinés, représentent une condition nécessaire mais pas suffisante pour faire face aux problèmes actuels. Un sentiment assez commun serait en faveur de compléter ces instruments par:

- un élargissement des marges de fluctuation envers le dollar, accompagné éventuellement d'un rétrécissement à l'intérieur de la Communauté;
- l'instauration d'un double marché des changes;
- l'application d'un système combinant ces deux formules.

A la suite de l'exposé de M. Clappier, les Gouverneurs présentent les remarques suivantes:

MM. Klasen et Emminger précisent:

- d'une part, que la Deutsche Bundesbank dispose de moyens indirects permettant d'exercer une influence décisive sur la position nette extérieure des banques et que si elle est intéressée à avoir un instrument plus direct, la base légale nécessaire pourrait être obtenue à l'occasion d'un changement des textes actuels;

- d'autre part, que le pouvoir de contrôler les mouvements de capitaux avec l'étranger du secteur non bancaire relève des autorités gouvernementales qui pourraient le mettre en oeuvre dans certaines limites, au moyen d'un décret pris en application de la loi de 1961 sur les relations économiques avec l'étranger.

M. Wormser déclare qu'en ce qui concerne la France, la note de synthèse du secrétariat n'appelle pas d'observation.

Le baron Mackay rappelle que la plupart des instruments examinés sont actuellement utilisés aux Pays-Bas; il s'agit:

- du contrôle de l'endettement du secteur non bancaire à l'étranger,
- de la réglementation de la position nette extérieure des banques,
- de la non-rémunération des dépôts étrangers appliquée sur une base volontaire par les banques commerciales.

M. Vandeputte considère qu'en Belgique les autorités responsables sont convenablement outillées pour faire face aux mouvements de capitaux et à leurs effets internes. Il précise toutefois que l'aménagement du double marché des change a dû être fait sur la base d'un système qui correspondait à une préoccupation de pénurie et non pas d'excès de devises, et il ajoute qu'une collaboration avec les autres pays est nécessaire pour contrôler l'endettement des entreprises à l'étranger.

M. Carli indique qu'en Italie, tous les instruments qui ont été examinés existent et sont généralement utilisés, mais le problème des entrées de capitaux et de leurs effets internes ne se pose pas actuellement.

Les Gouverneurs poursuivent leur discussion sur la régulation des liquidités internes en examinant un projet, préparé par les services de la Commission, d'une directive qui sera transmise par celle-ci au Conseil avant la fin du mois de juin. Cet examen, qui a été approfondi le lendemain, dimanche 13 juin par les Suppléants, a permis de dégager les quelques points suivants:

- Il est nécessaire pour les nouvelles mesures envisagées, et notamment pour leur application, d'assurer une étroite coordination entre les autorités compétentes des Etats membres.

- Ces mesures concernent essentiellement la régulation des liquidités internes mais elles devraient être liées et former un ensemble avec celles qui sont envisagées pour la régulation du marché de l'euro-dollar.

- Il n'apparaît pas possible que ces mesures, notamment celles relatives aux réserves obligatoires et à la rémunération des dépôts des non-résidents, comportent une distinction entre les pays membres de la C.E.E. et les pays tiers.

- Afin d'assurer leur efficacité, les mesures pourraient déroger le cas échéant à certaines dispositions des deux premières directives arrêtées par le Conseil en matière de libération des mouvements de capitaux à l'intérieur de la Communauté (mise en oeuvre de l'article 67 du Traité de Rome).

b) Régulation du marché de l'euro-dollar (cf. études en cours menées par un groupe ad hoc dans le cadre de la B.R.I.)

Le débat sur ce sujet débute par un exposé de M. Larre sur les résultats auxquels ont abouti les premières études menées par le Comité permanent sur le marché des euro-monnaies.

Cet exposé correspond dans une large mesure au rapport que ce Comité doit soumettre le dimanche 13 juin 1971 aux Gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix, ainsi que de la Suisse; ses éléments essentiels sont résumés ci-après:

1) Importance relative des fonds détenus sur le marché des euro-monnaies par les banques centrales du Groupe des Dix

Les dépôts directs, qui sont négligeables et uniquement en dollars, et les dépôts indirects par l'intermédiaire de la B.R.I. s'élèvent à plus de \$3,5 milliards, soit un tiers du montant total de \$11 milliards auquel sont estimés les placements officiels sur le marché des euro-monnaies.

Le chiffre de \$3,5 milliards est à rapprocher du volume global net de ce marché qui est évalué actuellement à environ \$60 milliards. Il faut y ajouter:

- d'une part, les placements, parfois considérables, qui peuvent résulter des swaps dollars contre monnaie nationale que certaines banques centrales du Groupe des Dix concluent avec leurs banques commerciales (ce problème sera approfondi par le Comité permanent);

- d'autre part, plus de \$1 milliard de dépôts en monnaies autres que le dollar qui, sans constituer à proprement parler une partie intégrante du marché des euro-monnaies, sont conservés par certaines banques centrales du

Groupe des Dix auprès de banques commerciales du pays d'origine de la monnaie considérée.

2) Effet expansionniste des placements officiels sur l'euro-marché

i) Répercussion sur le crédit bancaire

Les dépôts officiels exercent un effet d'expansion plus marqué que les dépôts des banques commerciales ou des particuliers, étant donné qu'ils n'entraînent pas, comme ces derniers, une contraction initiale de la liquidité interne.

L'intensité de cet effet d'expansion dépend de deux facteurs:

- le climat monétaire: en période de restriction, l'effet est plus marqué (les emprunts sur l'euro-marché permettent de déjouer les restrictions), alors qu'en période normale ou relativement aisée, les crédits en euro-devises se substituent dans une large mesure au lieu de s'ajouter aux crédits en provenance d'autres sources;

- les moyens de compensation appliqués par les autorités monétaires: celles-ci disposent de ces moyens et les utilisent avec une efficacité certaine pour les entrées qui se produisent à travers le système bancaire national. En revanche, seule une réglementation directe permet de contrôler les emprunts faits par le secteur non bancaire, contrôle auquel échappent encore, pour une large part, les mouvements de capitaux à court terme ayant leur source dans les "leads and lags".

ii) Incidence sur les réserves officielles

L'incidence dépend essentiellement de l'utilisation qui est faite par les emprunteurs finals en euro-dollars. Si ceux-ci conservent les fonds en dollars, il n'y a pas d'effet sur les réserves; si, à l'inverse, ils les cèdent à leur banque centrale, les mêmes dollars apparaissent deux fois dans le montant global des réserves mondiales et ce processus peut se développer en s'auto-alimentant.

De tels mouvements de capitaux représentent donc une nouvelle source d'approvisionnement des réserves mondiales qu'il est impossible de chiffrer, mais qui explique indubitablement une partie de l'accroissement enregistré en 1970 des réserves officielles détenues sur le marché des euro-monnaies (accroissement estimé à \$6,5 milliards).

iii) Recommandations pour une action concertée des banques centrales

Ces recommandations sont au nombre de cinq, mais en fait, les trois premières n'en font guère qu'une.

- Les banques centrales du Groupe des Dix continueront, jusqu'à

nouvel avis, à ne pas accroître le montant de ressources qu'elles ont placées sur le marché des euro-monnaies, directement ou par l'intermédiaire de la B.R.I., avec pour corrolaire qu'elles continueront à s'abstenir d'effectuer des dépôts directs sur l'euro-marché et que les dépôts supplémentaires qu'elles feront auprès de la B.R.I. ne seront pas investis sur ce marché.

- Avec prudence et en agissant pour le compte des banques centrales du Groupe des Dix, la B.R.I. transférera progressivement aux Etats-Unis les ressources obtenues auprès de ces banques centrales et placées sur le marché de l'euro-dollar, dans la mesure où des conditions satisfaisantes d'investissement s'offriront.

- Les banques centrales du Groupe des Dix se consulteraient entre elles avant de procéder à des dépôts d'une certaine importance, en monnaies autres que le dollar, auprès des banques commerciales du pays d'origine de ces monnaies.

A la suite de l'exposé de M. Larre, relaté ci-dessus, les Gouverneurs ouvrent une discussion générale dont les points suivants peuvent être dégagés:

L'action de régulation des banques centrales sur le marché de l'euro-dollar peut se ramener essentiellement à une triple influence sur:

- l'offre
- la demande
- l'activité des banques commerciales.

En ce qui concerne l'influence sur l'offre, il est généralement admis que pour avoir un résultat décisif, elle doit:

- d'une part, être exercée par un ensemble de pays plus vaste que la C.E.E., c'est-à-dire, le Groupe des Dix et même davantage s'il est possible;
- d'autre part, être accompagnée d'une action sur la demande, autrement on provoquera une hausse des taux d'intérêt sur le marché des euro-monnaies qui stimulera l'offre de capitaux américains.

Certains Gouverneurs ont indiqué que cette dernière offre devrait de toute manière être aussi limitée. D'autres estiment que les Six pourraient même seuls, prendre des mesures dans les trois domaines distingués ci-dessus. Pour le premier, par exemple, on pourrait envisager

- . soit, comme l'a fait la Deutsche Bundesbank, de transférer aux Etats-Unis, malgré les conditions moins avantageuses, les placements faits en Europe à travers la B.R.I.;
- . soit, puisqu'il s'agit d'un problème structurel, de demander aux Etats-Unis de se doter d'un instrument d'intervention d'open-market

attrayant qui serait offert sur le marché de l'euro-dollar ou à la B.R.I., et avec lequel on pourrait régulariser ce marché en fonction de la conjoncture, et en coordination avec la Surveillance multilatérale.

En ce qui concerne l'action sur la demande, les Gouverneurs considèrent:

- . qu'elle doit nécessairement compléter toute action sur l'offre;
- . qu'elle peut être exercée même uniquement au sein des Six sans faire apparaître les inconvénients que présente une action au seul plan communautaire sur l'offre et sur l'activité des banques commerciales;
- . qu'elle doit être introduite rapidement, compte tenu des deux éléments ci-dessus, et surtout du fait que l'endettement du secteur non bancaire ne peut pas être maintenu illimité.

Une telle action pourrait prendre notamment la forme d'une régulation des emprunts non liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services contractés à l'étranger par les résidents.

L'influence sur l'activité des banques commerciales doit tenir compte du fait que si elle réduit cette activité ou si elle la rend plus difficile et plus onéreuse, les banques commerciales de la Communauté verront leur rôle d'intermédiaire financier diminuer au profit des banques de pays tiers.

Ainsi, comme pour l'offre et à un degré plus marqué encore, l'action que les Six peuvent entreprendre seuls dans ce domaine ne peut pas être poussée très loin.

Outre les possibilités de régulation du marché de l'euro-dollar qui sont résumées ci-dessus, les quelques remarques suivantes sont faites par certains Gouverneurs:

- l'accord sur les mesures à prendre au sein du Groupe des Dix devrait comporter un terme, par exemple trois mois, et n'être reconduit qu'à l'unanimité (M. Wormser fait de ces deux éléments une condition pour son acceptation de l'accord). En effet, d'une part, il soulève la question fondamentale de la liberté de gestion des réserves que les banques centrales doivent conserver; d'autre part, il doit tenir compte que si le mécanisme du marché des euro-monnaies provoque actuellement des effets inflationnistes, il pourrait avoir, dans d'autres circonstances, des incidences déflationnistes:

- la liberté des banques centrales membres de la B.R.I. de faire des dépôts auprès de celle-ci ne doit pas être restreinte par cet accord; en effet, ces banques centrales et notamment celles de la Communauté sont

toujours en mesure d'orienter la politique de placements de la B.R.I. dans le sens qu'elles souhaitent;

- le secret qui avait été convenu dès le début pour l'accord et les discussions et travaux qui l'entourent devrait être soit maintenu, soit levé mais d'un commun accord.

c) Système de double marché des changes (cf. note de la Banque Nationale de Belgique, en date du 13 mai 1971, sur le double marché des changes en Union économique belgo-luxembourgeoise)

L'examen de cette question se limite à un bref échange de vues portant essentiellement sur l'expérience que la Banque Nationale de Belgique a connue depuis qu'elle a introduit, le 11 mai dernier, des modifications dans le système de double marché des changes.

Les premiers éléments de cette expérience ont été présentés dans la note de la Banque Nationale de Belgique du 13 mai 1971, que M. Janson complète par les quelques remarques suivantes:

Les modifications introduites le 11 mai dernier ont visé essentiellement à séparer strictement les deux marchés, à savoir le marché réglementé et le marché libre. Une telle séparation soulève des difficultés dues notamment

- à des engagements internationaux qui peuvent imposer le passage de certaines opérations sur tel ou tel marché;
- au contrôle douanier nécessaire pour s'assurer de la séparation des deux marchés, contrôle qui est compliqué par les relations spéciales au sein du Benelux et par le décalage qui existe entre la conclusion des opérations, les flux financiers et le contrôle des opérations.

Il est à noter cependant que le fonctionnement, sur ses nouvelles bases, du double marché des changes a bénéficié d'une bonne collaboration des banques commerciales principalement concernées (elles sont au nombre de quarante environ) et que durant le premier mois d'expérience, les cours sur les deux marchés sont restés assez proches l'un de l'autre.

IV. Analyse de la quarante-troisième 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 présente brièvement les traits essentiels de la situation économique et monétaire dans la Communauté, tels

qu'ils apparaissent dans les documents établis pour le Comité des Gouverneurs. Il souligne en particulier les derniers développements qui ont été enregistrés dans les domaines suivants:

- balance des paiements
- réserves extérieures
- production industrielle
- prix et salaires
- masse monétaire.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Pas de question.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

Le Comité constate que la prochaine réunion de la Conférence des Ministres des finances de la Communauté, à laquelle les Gouverneurs participeront, est prévue à Bruxelles les lundi et mardi 12 et 13 juillet 1971. Il convient de ce fait de tenir sa prochaine séance à Bâle le dimanche 11 juillet 1971 à 9 heures.