

PROCES-VERBAL\*  
DE LA CENT-VINGT-SEPTIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 14 NOVEMBRE 1978 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. de Strycker, accompagné par MM. Janson, Vanden Branden et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Directeur Général de la Central Bank of Ireland, M. Breen, accompagné par M. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. van Hellenberg Hubar, Boot et de Swaan; 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. Ortoli, accompagné par MM. Mosca, Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; les Présidents de groupes d'experts, M. Bastiaanse et M. Floc'h (ce dernier en remplacement de M. Heyvaert). Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, et son Adjoint, M. Bascoul et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que M. Lamfalussy.

Le Gouverneur de la Norges Bank, M. Getz Wold, accompagné par M. Lie, participe à la discussion du point II de l'ordre du jour

I. Approbation du procès-verbal de la 126e séance

En raison de la remise tardive du projet de procès-verbal, l'approbation est différée à la prochaine séance du 12 décembre 1978.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 12 décembre 1978, et ne représentant 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 septembre, d'octobre et des premiers jours de novembre 1978: 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

En remplacement de M. Heyvaert, actuellement souffrant, M. Floc'h résume brièvement les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal.

En outre, le Comité prend note que les experts "concertation" des banques centrales de la CEE et de la Norges Bank se sont réunis, le 13 novembre, en vue d'arriver à une interprétation unanime de l'article 7 de l'accord-type qui règle les relations entre les banques centrales communautaires membres du "serpent" et celles des pays associés.

Cet article dont le contenu avait donné lieu, à plusieurs reprises, à des interprétations divergentes, stipule que "En cas de réévaluation, dévaluation ou flottement de la monnaie du créancier, vis-à-vis de celle du débiteur, le créancier vendra au débiteur, au comptant ou à terme, à l'option de ce dernier, contre dollars EU, au cours représentatif du dollar EU sur son marché le dernier jour ouvrable précédant cet événement, un montant de sa monnaie suffisant pour permettre au débiteur de régler ses engagements en cours au titre des opérations de financement prévues au présent accord. Le débiteur informera le créancier avant la fin du premier jour ouvrable au cours duquel la modification entre en vigueur s'il désire racheter la monnaie de celui-ci au comptant ou à terme. Si le débiteur ne fait pas connaître son intention en temps utile, il sera supposé qu'il désire racheter la monnaie du créancier à terme au jour même de l'échéance du contrat initial."

Un accord unanime sur l'interprétation à donner aux dispositions en question s'est dégagé de l'échange de vues entre les experts: il est entendu que le débiteur dans le sens de l'article 7 de l'accord-type n'est pas autorisé à renoncer à la garantie de change qui lui est offerte par cet article, c'est-à-dire qu'il est tenu de faire jouer la garantie en rachetant contre dollars la monnaie du créancier au taux représentatif du dollar en vigueur sur le marché du créancier le dernier jour ouvrable précédent les événements énumérés par l'article 7. Le choix qu'il peut exercer selon les termes de

cet article se limite à rembourser sa dette soit le premier jour ouvrable suivant celui de l'entrée en vigueur de l'événement en question, soit à l'échéance initialement fixée.

Compte tenu du fait que la procédure normale de modification du texte des accords bilatéraux d'association par échange de lettres ou de télex est lourde et que les réajustements de parités au sein du "serpent" sont peu fréquents et aussi en raison de la probabilité d'une mise en vigueur prochaine du nouveau système monétaire européen, laquelle entraînera nécessairement une révision complète de l'accord d'association avec la Norvège, les experts ont estimé qu'il était suffisant que leur accord unanime soit porté à la connaissance des Gouverneurs et qu'il en soit fait mention au procès-verbal des délibérations du Comité.

#### B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Floc'h de son exposé et souhaite la bienvenue à M. Getz Wold.

M. Getz Wold fait remarquer que les derniers mois ont été marqués par de fortes agitations sur les marchés des changes et bien que les difficultés semblent être surmontées dans l'immédiat, la situation reste tendue dans une certaine mesure. La cause de la nouvelle crise de change a été une fois de plus, la baisse du dollar qui s'est traduite par une appréciation du deutsche mark, et les tensions ont été encore aggravées par les rumeurs relatives à une réévaluation de cette monnaie dans le cadre du "serpent". Par ailleurs, les crises de change fréquentes du passé ont eu pour résultat que presque chaque exportateur, importateur et producteur, quelle que soit son importance, est devenu un spéculateur en devises, ce qui constitue un facteur déstabilisant pour l'évolution des cours de change.

Jusqu'au dernier réalignement des taux-pivots dans le "serpent", à la mi-octobre, la banque centrale norvégienne a dû intervenir à concurrence de près d'un milliard de dollars EU. Etant donné l'ampleur du déficit de la balance des paiements courants de la Norvège, ce montant n'était certes pas extraordinaire, mais le "timing" des interventions a été fortement affecté par la situation sur les marchés des changes. A la suite du réalignement on a pu observer déjà le dénouement d'une partie des positions spéculatives et la banque centrale norvégienne a pu procéder à des rachats de devises s'élevant à 220 millions de dollars jusqu'au 10 novembre.

Le fonctionnement du "serpent" a été à nouveau satisfaisant et le réalignement des taux-pivots qui signifiait un choix difficile pour chaque partenaire, s'est révélé plein de succès.

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

Le Comité adopte le rapport dans le texte annexé au présent procès-verbal, rapport qui, comme d'habitude, sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. Examen et adoption du Rapport au Conseil sur le système monétaire européen

Le Président signale que le projet de rapport daté du 1er novembre 1978 a été examiné le 13 novembre, par les Suppléants, lesquels ont établi un texte révisé, en date du même jour, qui a été remis dans sa version anglaise aux Gouverneurs. Il remercie les Suppléants de leur travail qui devrait faciliter la tâche des Gouverneurs. Cette tâche consistera notamment à examiner les questions de fonds faisant l'objet d'opinions divergentes en vue d'arriver dans la mesure du possible à des vues unanimes, particulièrement souhaitables dans le cas des questions qui relèvent directement de la compétence des banques centrales.

Le Comité procède ensuite, page par page, à l'examen du projet de rapport qui lui a été soumis par les Suppléants. Les remarques et observations essentielles qui sont faites lors de cet examen sont reproduites ci-après\*.

A. Observations sur les fonctions à attribuer à l'ECU

M. Richardson propose de remplacer, dans le quatrième tiret, à la page 3, les termes "as a basis for the settlement of liabilities arising in the context of very short term financing" par "as a means of settlement".

M. Emminger n'est pas en faveur de cette proposition et préfère la formule actuelle; en effet, l'utilisation de l'ECU comme moyen de règlement requiert une base juridique suffisante qui ne sera disponible que dans l'étape définitive du système monétaire européen.

---

\* La présentation des interventions s'écarte quelquefois de l'ordre chronologique au profit d'un regroupement selon la nature des problèmes. Les numéros de pages mentionnés dans ce procès-verbal sont ceux de la version anglaise du projet de rapport daté du 13 novembre 1978.

M. Clappier appuie la proposition faite par M. Richardson; celle-ci correspond mieux à l'esprit de Brême que la formule retenue par les Suppléants, laquelle revêt un caractère restrictif. Il est entendu que l'utilisation de l'ECU comme moyen de règlement ne pourrait intervenir que dans les conditions juridiques qui existeront au moment du règlement.

M. Zijlstra interprète le texte proposé par les Suppléants dans le sens que les quatre fonctions énumérées dans ce paragraphe seraient assurées par l'ECU dans la phase finale, mais pas nécessairement au stade initial. Il propose de clarifier cette interprétation par un changement de texte approprié.

Le Comité s'accorde finalement à retenir que l'ECU serait utilisé "initially as a basis for the settlement of liabilities arising in the context of very short term financing and ultimately as a means of settlement."

M. Ortoli marque sa préoccupation sur la formule retenue par le Comité, laquelle est susceptible de trop limiter les perspectives d'un établissement rapide du système monétaire européen.

M. Emminger se demande s'il ne faudrait pas mentionner, dans le rapport, les conséquences qu'aurait la mise en congé d'une monnaie pour les diverses fonctions de l'ECU ainsi que la nécessité de prévoir des dispositions appropriées pour ce cas; une telle mention se trouve dans le rapport du Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs pourrait s'en inspirer.

M. Clappier marque sa compréhension pour le souci exprimé par M. Emminger, mais il n'estime pas opportun de mentionner, au stade actuel, ce problème, car le rapport est fondé sur l'hypothèse que toutes les monnaies participent au système.

Le Président rappelle que, lors de la dernière séance, le Comité est convenu de ne pas faire mention de l'éventualité d'une mise en congé, puisqu'une telle mention serait susceptible d'être interprétée comme des doutes sur la capacité de certains pays de participer ou de rester dans le système. S'il est supposé, tout au long du présent rapport, que tous les pays membres de la CEE participeront dès le début au nouveau système monétaire européen (cf. page 2 du projet), il va de soi que des dispositions pratiques devront être prises pour les cas d'une mise en congé.

B. Observations sur le fonctionnement de l'indicateur de divergence

M. Emminger pense que l'Annexe 1, qui est mentionnée aux pages 4 et 5, et qui expose le fonctionnement de l'indicateur de divergence fondé sur l'ECU, ne devrait pas à être présentée aux Ministres des Finances, même à titre d'illustration. Le texte nécessite encore un réexamen de la part des Gouverneurs des banques centrales, réexamen qui ne sera possible d'effectuer qu'à un stade ultérieur.

M. Ortolí indique que la portée de la présomption d'action sera une des questions principales du débat des Ministres des Finances lors de leur session du 20 novembre 1978; ce n'est qu'en pleine connaissance du contenu de cette présomption que le Conseil européen pourra prendre une décision en décembre.

M. Clappier rappelle que le Conseil des Ministres a adressé aux Gouverneurs une demande expresse d'étudier le fonctionnement de l'indicateur de divergence, fondé sur l'ECU, demande à laquelle le Comité doit répondre. Il propose donc de maintenir le texte que la Banque Nationale de Belgique a élaboré en vue de réconcilier les opinions divergentes, tout en ajoutant les réserves que certains Gouverneurs souhaitent formuler à l'égard de ce texte. La Banque de France a elle-même plusieurs réserves dont la principale concerne la disposition d'un délai de cinq jours ouvrables. Cette disposition aurait pour effet que dans le nouveau système les interventions intramarginales seraient encore moins fréquentes qu'elles ne le sont dans l'actuel "serpent", car toutes les simulations montrent que rares sont les cas où cinq jours s'écouleraient entre le retentissement de la sonnette d'alarme et le déclenchement d'interventions obligatoires aux cours limites.

Le Président indique que la note établie par la Banque Nationale de Belgique a été écrite dans l'esprit de chercher un compromis équitable entre ceux qui préconisent la grille de parités et ceux qui sont en faveur d'un système d'intervention fondé sur un panier de monnaies. Ce texte est relativement long et plein de nuances pour tenir compte de la diversité des circonstances possibles et des deux approches différentes. Il serait vain d'essayer de trouver une présentation qui donnerait satisfaction à toutes les parties; d'autre part, la présomption d'action ne peut présenter une valeur que si son contenu est précisé.

Pour cette raison, il est nécessaire de maintenir, sous une forme ou l'autre, la note décrivant la portée normative de la présomption d'action, étant entendu qu'il ne s'agit pas d'une décision des Gouverneurs en faveur de cette conception, puisque la décision finale ne serait prise que par le Conseil européen en décembre.

M. Emminger admet qu'il sera nécessaire de présenter aux Ministres un document illustrant la portée de la présomption d'action, mais la note belge ne se prête pas à cette fin. La Deutsche Bundesbank a élaboré un document qui se limite aux traits essentiels du système, étant donné qu'il serait vain de vouloir définir, à l'avance, toutes les circonstances possibles. Il devrait être admis que le nouveau système aura un caractère expérimental et qu'il faudra le revoir et le préciser, après une certaine période, à la lumière de l'expérience.

M. Clappier fait remarquer que le délai de cinq jours prévu tant par la note belge que par la proposition allemande risque de compromettre l'objectif d'éviter des tensions à l'intérieur du système de change.

Le Président pense qu'il ne serait pas utile de déclencher une action sans avoir attendu une certaine période d'observation.

M. Clappier comprend qu'une action ne devrait être déclenchée qu'à l'expiration d'une certaine période d'observation, mais cette période devrait être définie plutôt en termes d'heures que de jours, sinon on manquerait l'objectif propre de l'indicateur de divergence.

M. Emminger attire l'attention du Comité sur le fait que la conception avancée par la Bundesbank prévoit des concertations et des actions immédiates. Seule la consultation formelle entre banques centrales ne serait déclenchée que si la divergence persistait pendant plus de cinq jours consécutifs.

M. Clappier déclare que le document allemand ne constitue pas une base de discussion car ce texte ne laisse apparaître aucun effort de compromis; il serait préférable de ne pas l'annexer au rapport du Comité au Conseil, à moins de joindre également un document exposant la position à l'autre extrême.

M. Richardson fait la proposition suivante:

- page 4, quatrième ligne: ajouter après "would be presumed" les mots suivants: "or, as some Governors consider, obliged".
- page 5, dernier paragraphe: remplacer le texte actuel par le texte suivant: "The views of the Governors still differ as regards the emphasis to be laid on interventions as the primary objective of

the proposed presumption to act."

- Annexer la note belge, dans sa forme actuelle, comme illustration du compromis belge.

M. Emminger souhaite que le document de la Bundesbank soit également annexé au rapport du Comité.

Le Président constate que le Comité est d'accord pour retenir les propositions faites tant par M. Richardson que par M. Emminger et pour amender dans ce sens le texte du rapport. Le Comité admet également, comme M. Richardson l'a précisé, que les deux annexes ne couvrent pas l'ensemble des possibilités auxquelles tous les Gouverneurs pourraient souscrire.

M. Magnifico ne demande pas la modification de la note établie par la Banque Nationale de Belgique, mais il pense utile de préciser que le délai minimum de cinq jours ne serait applicable que s'il n'y a pas de fortes tensions dans le système de change.

#### C. Observations sur l'ampleur des marges de fluctuation

M. Baffi suggère, au sujet de l'ampleur des marges pour lesquelles les pays non membres du "serpent" pourraient opter, le texte suivant: "The Governors believe that, at least in the initial stage, non-"snake" members should have the option to apply wider margins. This option should be exercised on the understanding that wider spot margins do not exceed 6 per cent. and may not result in the creation of more than two bands of fluctuation in the new European monetary system."

M. Clappier fait remarquer que l'application de marges plus larges a été expressément prévue par le Conseil européen de Brême. Il craint cependant qu'un écart trop important entre les marges en vigueur ne soit susceptible de créer des problèmes et de ce fait, il ne voudrait accepter la formule proposée par M. Baffi qu'en précisant que ces marges plus larges seraient réduites progressivement en fonction de l'évolution des conditions économiques.

M. Richardson appuie la suggestion de M. Clappier en ajoutant que la référence à deux bandes de fluctuation dans le rapport ne lui paraît pas bien choisie. En effet, le but du système monétaire européen est de rapprocher les politiques, les performances et les taux de change des pays de la CEE et de ce point de vue le choix d'une position intermédiaire à l'intérieur de la fourchette entre 2,25 et 6% constituerait un résultat qui ne pourrait qu'être bienvenu.

M. Hoffmeyer se demande si l'adoption d'une marge aussi large n'affectera pas le fonctionnement de l'indicateur de divergence.

M. Janson pense que l'adoption de marges différentes complique le fonctionnement de l'indicateur de divergence, bien que les difficultés ne semblent pas être insurmontables, notamment si un seul pays optait pour une marge plus large. Il faudrait, cependant, décider, dans le cas italien, si les seuils de divergence devraient être calculés sur la base de 2,25% ou de 6%. Selon les discussions tenues au sein du Comité monétaire, les autorités italiennes paraissent en faveur de la seconde formule.

M. Baffi déclare que les autorités italiennes ont choisi la marge inférieure de la fourchette initialement avancée en partant de l'hypothèse que les seuils de divergence se situeraient à 75% de la marge élargie; si une formule différente était adoptée, elles devraient revoir leur position.

Le Comité convient finalement de retenir le texte ci-après: "The Governors believe that, at least in the initial stage, non"snake" countries should have the option to apply wider margins. This option should be exercised on the understanding that wider spot margins do not exceed 6 per cent. and would be progressively narrowed when economic conditions permitted."

#### D. Observations sur la coordination des politiques à l'égard des monnaies tierces

M. Richardson propose de libeller la dernière phrase de ce paragraphe comme suit: "While the difficulties of pursuing a common policy with a view to stabilising the rates of a third currency are obvious, it is nonetheless desirable to avoid applying incohesive national policies in respect of interventions in third currencies."

M. Emminger estime que la rédaction proposée par M. Richardson donne l'impression qu'une stabilisation des cours du dollar soit possible, ce qui dépasse en réalité la capacité des pays de la CEE.

Le Comité convient finalement de retenir la formulation suivante: "While the difficulties of pursuing a common policy towards a third currency are obvious, its is nonetheless...".

#### E. Observations sur le système de crédit

La discussion du Comité est centrée autour de la dernière phrase du premier alinéa qui est mise entre crochets et qui se lit comme suit: "The Governors therefore, and because of legal and technical difficulties, agreed to

propose for the immediate future that the support mechanisms be expanded in their present form pending solution of the problems to which implementation of a revamped system would give rise."

M. Emminger propose de supprimer le texte à partir de "pending solution ...". Il est déjà clairement dit que la structure actuelle du mécanisme de soutien ne sera maintenue que pour l'avenir immédiat et non à titre définitif.

M. Clappier demande de supprimer toute la phrase en cause en vue de faire apparaître de manière plus claire la divergence de vues entre les Gouverneurs et d'inviter les Ministres à prendre une décision sur cette question.

Le Président indique que la phrase en cause laisse en suspens la question d'un aménagement de la structure du soutien monétaire dans l'avenir plus lointain, tandis que pour l'avenir immédiat, on se prononce en faveur du maintien de la structure actuelle, étant donné les divergences de vues sur le système rénové.

M. Clappier précise qu'il estime concevable de réaliser le système rénové dans l'avenir immédiat. Les problèmes sont plutôt de nature politique que de caractère juridique et technique, et devraient être tranchés par les Ministres.

M. Richardson appuie la proposition de M. Clappier.

M. Emminger pense que les problèmes légaux et techniques sont une de des raisons les plus importantes pour lesquelles les autorités allemandes ne voient aucune possibilité de réaliser le système rénové; il demande donc de préserver cet aspect.

Le Comité convient enfin

- de supprimer la phrase susmentionnée,
- de compléter la phrase précédente comme suit: "On the other hand, a number of the Governors saw in the system legal and technical difficulties and expressed concern ... (reste inchangé)."

Au sujet du volume de crédit, le Président demande si le Comité peut accepter la formule de compromis portant sur un élargissement du soutien monétaire à court terme à un volume de crédit effectivement disponible de 15 milliards d'ECU.

M. Emminger déclare qu'il n'est pas en mesure d'accepter cette formule; la Bundesbank maintient la proposition qu'elle a faite lors de la séance du 9 octobre 1978.

M. Zijlstra n'est pas en mesure de se prononcer sur les montants que comporte la formule de compromis. Il promet, cependant, de faire savoir au Président, encore avant le 20 novembre, la position de la Nederlandsche Bank; cette position sera cependant prise indépendamment d'un relèvement éventuel du concours à moyen terme et exclusivement en fonction des montants que la banque centrale néerlandaise estime en mesure de consentir à ses partenaires.

M. Clappier souligne que la formule du Président n'aboutit qu'à un montant global de 20 milliards d'ECU pour les mécanismes de crédit à court et à moyen termes aussi longtemps que le concours à moyen terme n'est pas augmenté pour atteindre le total de 25 milliards.

M. Richardson pense que la question de l'élargissement du soutien monétaire à court terme est liée étroitement à celle de l'augmentation du concours financier à moyen terme. Comme ce dernier relève de la compétence des Ministres, il semble très difficile que les Gouverneurs puissent aboutir à un compromis.

M. Hoffmeyer déclare qu'il serait prêt à accepter le compromis proposé par le Président.

A la suite de ces interventions, le Comité convient de mentionner dans le rapport que le Président du Comité a fait une proposition de compromis qui n'a recueilli le soutien que de quelques Gouverneurs; le texte du projet de rapport sera modifié conformément.

Au sujet de la durée du crédit, M. Emminger indique qu'il n'est pas en mesure de lever sa réserve à l'égard de l'allongement à 60 jours fin de mois de la durée du financement initial à très court terme, étant donné qu'il est lié par une décision du Conseil de la Deutsche Bundesbank. En outre, il doute que le Comité se soit jamais mis d'accord pour porter la durée maximale combinée du financement à très court terme automatique et du soutien monétaire à court terme de 10-11 mois à 14-15 mois.

Le Président rappelle qu'aucun Gouverneur n'a soulevé d'objections contre cette formule qui figurait dans le rapport oral que le Président du Comité a fait lors de la session du Conseil du 16 octobre 1978.

M. Zijlstra maintient également sa réserve à l'égard d'un allongement de la durée du financement initial à très court terme. Il n'estime pas nécessaire de formaliser la possibilité d'un report de l'échéance initiale qui pourrait faire l'objet, comme dans le passé, d'un accord mutuel entre le débiteur et le créancier.

M. Hoffmeyer se demande si un compromis ne pourrait pas consister à renoncer à la possibilité d'un second renouvellement de trois mois du soutien monétaire à court terme au profit de l'allongement du financement à très court terme à 60 jours fin de mois; ce dernier aménagement revêtirait, en effet, une importance plus grande en vue des possibilités de bénéficier d'un retournement éventuel des positions des monnaies dans le système de change.

M. Ortoli exprime sa déception sur l'attitude de certaines banques centrales à l'égard d'une question qui est essentielle pour la crédibilité et le fonctionnement technique du système monétaire européen.

#### F. Observations sur le système de règlement

M. Janson signale que lors de la séance du 13 novembre, les Suppléants n'ont pu se mettre d'accord, même pas sur le plan des principes, sur toutes les implications du système de règlement. Il serait donc utile que le Comité invite le "groupe Heyvaert" à étudier ces implications de manière approfondie afin que les Gouverneurs puissent prendre les dispositions appropriées. D'autre part, il n'a pas paru utile de présenter, à ce stade, trop de détails techniques aux Ministres.

Le Comité apporte quelques modifications de forme aux pages 9 et 10; il convient en outre de maintenir inchangé le texte entre crochets à la page 10 concernant les ajustements périodiques des avoirs en ECU, étant entendu que les questions mentionnées dans ce paragraphe seraient étudiées par le groupe d'experts.

M. Janson fait remarquer que les ajustements peuvent être opérés selon deux méthodes alternatives au sujet desquelles le communiqué de Brême ne donne aucune indication précise. En dépit de très longues discussions, les Suppléants n'ont pas pu se mettre d'accord sur l'une ou l'autre des méthodes et dans ces conditions, sans directives suffisamment précises quant à la méthode à retenir, la tâche à remplir par le "groupe Heyvaert" risque d'être pratiquement impossible.

M. Magnifico estime que la mise en gage (pledging) d'actifs de réserve est une technique qui se prête aux opérations de crédit, mais non aux objectifs envisagés dans le communiqué de Brême; en conformité avec ce dernier, il propose de remplacer le terme "pledging" par "depositing". En outre, M. Magnifico se demande quelle instance déciderait de la forme à donner aux apports de réserve.

Le Président constate que le Comité n'a pas d'objections à la proposition d'amendement de M. Magnifico; au sujet de la question de ce dernier, le Président indique qu'il s'agit d'un des problèmes qui feront l'objet d'une décision des Gouverneurs en tant que membres du Conseil d'administration dès que la mise en place du système monétaire européen aura été décidée par le Conseil européen.

M. Emminger fait remarquer que le mode envisagé pour la rémunération des ECU part de l'hypothèse que le FECOM aurait des revenus propres; or cela dépendra de la forme que prendront les apports de réserve dans la période transitoire, question qui n'est pas encore tranchée.

Le Président

- rappelle que la formule proposée a recueilli, lors de la dernière séance du 30 octobre 1978, le consentement de tous les Gouverneurs,
- estime que cette formule ne porte pas atteinte au choix de la forme des apports d'éléments de réserve; le libellé du texte correspondant n'a pour but que de préciser que les revenus du FECOM seraient redistribués aux banques centrales.

M. Zijlstra interprète le texte dans le sens que la formule de rémunération s'appliquerait au moment où le FECOM disposerait de ses propres revenus. En outre, le traitement uniforme des avoirs en ECU du point de vue de la rémunération qui s'y attache, ne devrait pas signifier nécessairement un taux d'intérêt uniforme; il conviendrait plutôt que le taux d'intérêt varie en fonction de la durée du crédit consenti.

M. Emminger indique qu'il accepte le présent libellé du texte étant entendu que cela ne préjuge pas le choix de la forme que prendront les apports d'éléments de réserve.

\* \* \*

Le Président clôture le débat en disant que les amendements retenus lors de la présente séance seront insérés dans le texte définitif du rapport qui sera ensuite transmis au Président du Conseil des Ministres.

IV. Examen du Rapport No 13 établi par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse sur les politiques monétaires en cours d'application dans les pays membres de la CEE

En raison de l'heure avancée, cet examen est reporté à la prochaine séance du Comité. Il sera introduit par deux exposés respectivement de M. Bastiaanse et de M. Lamfalussy.

V. Renouvellement des accords de swaps conclus entre la Banque de Réserve Fédérale de New-York et les banques centrales de la CEE

Ce point est remis à la séance de décembre 1978.

VI. Analyse de la 113e 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.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 12 décembre 1978, à 10 heures.

\* \* \*

M. Richardson se fait l'interprète du Comité pour exprimer au Président la reconnaissance et l'appréciation des Gouverneurs pour la qualité du travail accompli par le Président et ses collaborateurs, et pour la maîtrise et la gentillesse avec lesquelles il a conduit les débats. Tous les Gouverneurs partagent certainement la déception du Président quant au résultat de la présente séance.

M. Clappier souscrit pleinement aux remerciements exprimés par M. Richardson et indique que lorsqu'il a refusé, au printemps dernier, la présidence du Comité, il ignorait l'ampleur et l'importance de la tâche qui attendait le Président.

Le Président profite de l'occasion pour dire combien les Gouverneurs ont été heureux d'apprendre que M. Clappier continuera d'assumer sa charge en tant que Gouverneur de la Banque de France pour une période supplémentaire d'un an.

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

---

SEPTEMBRE ET OCTOBRE 1978

---

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des banques centrales participant à la concertation\* et les interventions de celles-ci durant les mois de septembre et d'octobre 1978, ainsi que durant les premiers jours de novembre 1978.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Les deux mois écoulés ont été marqués par une vive accentuation de la crise de confiance des marchés des changes dans le dollar EU.

Sans doute, la monnaie américaine a montré quelques velléités de résistance, notamment à la fin de la première décade du mois de septembre, puis à l'issue de la Conférence de Camp David, ou par l'effet d'un facteur technique favorable, mais la tendance fondamentale est restée dangereusement déprimée. Les minima historiques ont été franchis les uns après les autres sur beaucoup de places, dans un climat dominé par l'inquiétude due aux retards apportés à l'annonce du plan de lutte contre l'inflation et par l'incertitude relative à la portée du compromis sur le programme énergétique finalement adopté par le Congrès américain.

Ni la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et sur le marché de l'euro-dollar, ni les interventions des banques centrales, cependant importantes certains jours, ne purent durablement stabiliser les cours du dollar.

---

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

La dépréciation du dollar a cependant revêtu une ampleur fort variable dans le temps et selon la place considérée.

Dans le courant du mois de septembre, elle s'est surtout marquée à l'égard du franc suisse: après avoir atteint par rapport à fin août un maximum de 12,5% le 26, elle fut ramenée à 5,50% en fin de mois. Durant le mois, la baisse du dollar s'est limitée en moyenne à 2,25% à l'égard des monnaies du "serpent" et à 1% vis-à-vis des autres monnaies.

C'est surtout en octobre que s'est accéléré le processus de repli du dollar EU: d'abord cantonné aux places des monnaies faisant partie du "serpent", il s'étendit ensuite à tous les autres centres financiers.

Sur l'ensemble des deux mois, le recul du dollar EU s'est chiffré en moyenne par 12,5% à l'égard des monnaies du "serpent", par 9,5% à Zurich, 8,5% à Paris, 7,4% à Stockholm et à Tokyo, 7% à Londres et 5,5% à Rome.

Le mark allemand a fait preuve d'une très grande fermeté, alimentée par la spéculation contre le dollar et par la conviction du marché que des ajustements de parités préalables à la mise en oeuvre du nouveau système monétaire européen seraient inévitables. Déjà isolée en tête du "serpent" à fin août, la monnaie allemande a progressivement accentué les écarts qui la séparaient de ses partenaires; des interventions importantes aux cours limites furent nécessaires.

Ces développements ont débouché sur la décision, prise le 15 octobre à Luxembourg par les Ministres des Finances des pays concernés, de réévaluer le mark allemand de 4%, le florin et le franc belge de 2% par rapport à l'unité de compte monétaire européenne.

Au lendemain de cette décision, la physionomie du "serpent" s'est sensiblement modifiée: le mark allemand s'est trouvé coté au-dessous de ses nouveaux cours-pivots vis-à-vis des couronnes danoise et norvégienne, tout en conservant une légère prime sur le florin et le franc belge. Toutefois, ces cours étaient pratiquement inchangés par rapport à ceux du 13 octobre.

Dans la suite, la couronne norvégienne et le mark ont rejoint les monnaies du Benelux, formant ainsi, fin octobre, un groupe par rapport auquel la prime moyenne de la couronne danoise était voisine de 2%.

Le franc suisse est resté extrêmement ferme. Par rapport au dollar, il a atteint, au cours de la dernière semaine de septembre, le cours record de 1,4510 FS/\$. Devant l'ampleur de cette appréciation (+ 12,5%), les autorités monétaires suisses ont pris des mesures comportant

essentiellement d'une part la mise en oeuvre d'une politique d'interventions plus énergique en dollar et en d'autres monnaies sur les marchés des changes, d'autre part l'encouragement des prêts et des investissements en francs suisses à l'étranger. L'effet fut immédiat: le rapport FS/DM qui s'était inscrit le 26 septembre à moins de 76 FS/100 DM était revenu début octobre à 82,5 FS/100 DM. A fin octobre, ce rapport s'établissait à 85,50.

La livre sterling s'est appréciée contre dollar mais repliée à l'égard de nombreuses autres monnaies, principalement celles du "serpent" (-5,50% environ en moyenne). L'indice de son taux de change effectif s'établit néanmoins à 63,31 fin octobre contre 62,40 fin août (Smithsonian agreement = 100).

Le franc français a gagné du terrain contre dollar (+8,5%), passant même au-delà de \$0,25/1 FF à fin octobre, bien qu'il ait été influencé dans une certaine mesure par le climat social qui a prévalu en France à la rentrée et qu'il ait reculé de 4% en moyenne à l'égard des monnaies du "serpent".

A en juger par les interventions en dollar de la Banca d'Italia, qui, contrairement aux mois précédents, ne laissent qu'un solde légèrement positif en septembre et une vente nette en octobre, ainsi que par l'évolution des cours, la lire italienne s'est moins bien comportée. Elle a enregistré l'avance la moins élevée contre dollar, soit 5,8%, ce qui explique le recul de ses cotations sur toutes les places européennes. Vis-à-vis des monnaies du "serpent", la dépréciation de la lire se chiffre par 7% en moyenne. Rappelons que la Banca d'Italia a réduit son taux d'escompte de 11,50 à 10,50%.

Le gain de la couronne suédoise par rapport au dollar se chiffre par 7,90%; il a été réalisé presque en totalité durant la seconde quinzaine du mois d'octobre.

Les vives pressions à la hausse dont le yen avait été l'objet au cours de l'été se sont momentanément calmées; au cours de la première quinzaine de septembre, le dollar EU s'était même légèrement redressé à Tokyo mais, bien vite, l'évolution s'est inversée, s'accéléralant durant la seconde quinzaine du mois d'octobre, à l'issue de laquelle la baisse a atteint le record de 176,05 Yen/1\$. L'appréciation de la monnaie japonaise par rapport à la monnaie américaine se chiffre finalement par 7,90% pour les deux mois sous revue.

Cette fois encore, seul le dollar canadien s'est inscrit en baisse à New York: Dans ces conditions, par deux fois, la Banque du Canada a relevé son taux d'escompte, le portant ainsi de 9 à 10,25%.

On trouvera ci-après les écarts exprimés en pourcentage entre diverses cotations du dollar au 31 octobre 1978, veille de son redressement spectaculaire et celles relevées au 30 décembre 1977:

Bruxelles	- 17,51
Francfort	- 17,50
Amsterdam	- 17,83
Copenhague	- 17,70
Oslo	- 9,43
Paris	- 15,25
Londres	- 8,80
Zurich	- 26,07
Rome	- 9,41
Stockholm	- 12,55
Tokyo	- 26,65
Ottawa	+ 6,37

## II. LES INTERVENTIONS AU MOYEN DU DOLLAR EU

Parallèlement à l'évolution des cours du dollar, les interventions à l'achat des banques centrales sur les marchés des changes ont pris en octobre une ampleur largement supérieure à celle du mois de septembre. D'autre part, alors que les interventions de ce dernier mois s'étaient traduites, assez exceptionnellement, par une vente globale nette de \$730 millions, essentiellement du fait des cessions de la Banque du Canada, les interventions du mois d'octobre laissent un solde à l'achat de \$6 milliards.

Pour l'ensemble des deux mois sous revue, les achats se sont élevés au montant global de \$12,1 milliards, les ventes à \$6,8 milliards. Leur répartition entre les banques centrales est très inégale.

La Banque Nationale Suisse surtout, la Federal Reserve Bank of New York et la Bank of Japan ont opéré les achats nets les plus importants dans le marché.

Par ailleurs, la Banque Nationale Suisse a utilisé près de 30% de ses achats à la conversion d'emprunts étrangers en francs suisses. De son côté, la Deutsche Bundesbank a pratiquement affecté la totalité de ses acquisitions aux conversions d'emprunts étrangers en marks.

La Banca d'Italia, la Banque du Canada et la Bank of England ont procédé aussi bien à des achats qu'à des ventes pour des sommes élevées; le solde de ces opérations est largement excédentaire en ce qui concerne la Bank of England, légèrement positif pour la Banca d'Italia mais fortement déficitaire pour la Banque du Canada. La Banque de France, la Sveriges Riksbank et la Norges Bank sont intervenues dans les deux sens, pour des montants relativement moins importants. Dans les trois cas, les opérations se soldent par une vente nette de dollars.

### III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Au sein du "serpent", les fluctuations des cours entre le mark allemand et les quatre monnaies partenaires ont été maintenues dans les limites prévues, durant la période du 1er septembre au 13 octobre, par d'importantes interventions formant au total l'équivalent de près de \$4 milliards. Elles ont fait l'objet, à concurrence de 90%, d'un financement, soit par l'entremise du FECOM, soit dans le cadre d'un accord bilatéral.

Après les ajustements de cours-pivots opérés le 15 octobre, quelques ventes de couronnes danoises d'un montant global peu élevé ont été effectuées avant la limite par la Nederlandsche Bank. Ces interventions ont également fait l'objet d'un financement par l'entremise du FECOM. D'autre part, durant la seconde quinzaine d'octobre, la Banque Nationale de Belgique et la Danmarks Nationalbank ont été en mesure de procéder à des rachats de devises dans le marché, dont le produit total, supérieur à l'équivalent de \$300 millions, a été affecté à la réduction de leur endettement dans les livres du FECOM.

Deux banques centrales européennes, qui ne font pas partie du "serpent", en particulier la Banque de France, ont également procédé à des ventes de marks allemands destinées à régulariser le cours de leur monnaie en termes de taux de change effectifs. Leur somme est quelque peu inférieure à l'équivalent de \$500 millions.

Enfin, la Banque Nationale Suisse, en application de sa nouvelle politique d'intervention visant notamment à diversifier les monnaies utilisées, a procédé à l'acquisition de francs belges et de florins pour un total voisin de l'équivalent de \$200 millions. Ces monnaies sont conservées dans ses réserves.

A New York, la Federal Reserve Bank of New York est intervenue, assez largement en octobre, par cessions de francs suisses et essentiellement de marks allemands contre dollar dans le marché: leur total atteint la contre-valeur de près de \$1,9 milliard.

\* \* \*

Devant l'ampleur et l'accélération de la dépréciation du dollar, les autorités monétaires américaines ont annoncé, le 1er novembre, un ensemble de mesures comprenant des actions dans le domaine monétaire, la mobilisation accrue des réserves officielles des Etats-Unis ainsi que le recours à des emprunts en monnaies étrangères.

Ce programme a été appuyé au départ par des interventions massives de la Federal Reserve Bank ainsi que de certaines banques centrales dont la monnaie avait été particulièrement recherchée contre dollar. La conjugaison des facteurs précités a entraîné immédiatement un raffermissement généralisé de la monnaie américaine, principalement à l'égard des monnaies vis-à-vis desquelles il s'était le plus affaibli.

L'évolution s'est confirmée et renforcée jusqu'au 6 novembre, date à laquelle les gains par rapport au 31 octobre s'évaluaient entre 6 et 11% environ selon la place, sauf au Canada.

Ultérieurement cependant, le dollar s'est replié à nouveau; cette réaction a coïncidé avec un jour de fermeture du marché des changes new-yorkais. De plus, certains opérateurs ont émis des réserves sur la volonté des autorités américaines d'appliquer le programme; d'autres estiment que celui-ci ne va pas assez loin pour contenir l'inflation et pour réduire le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis.

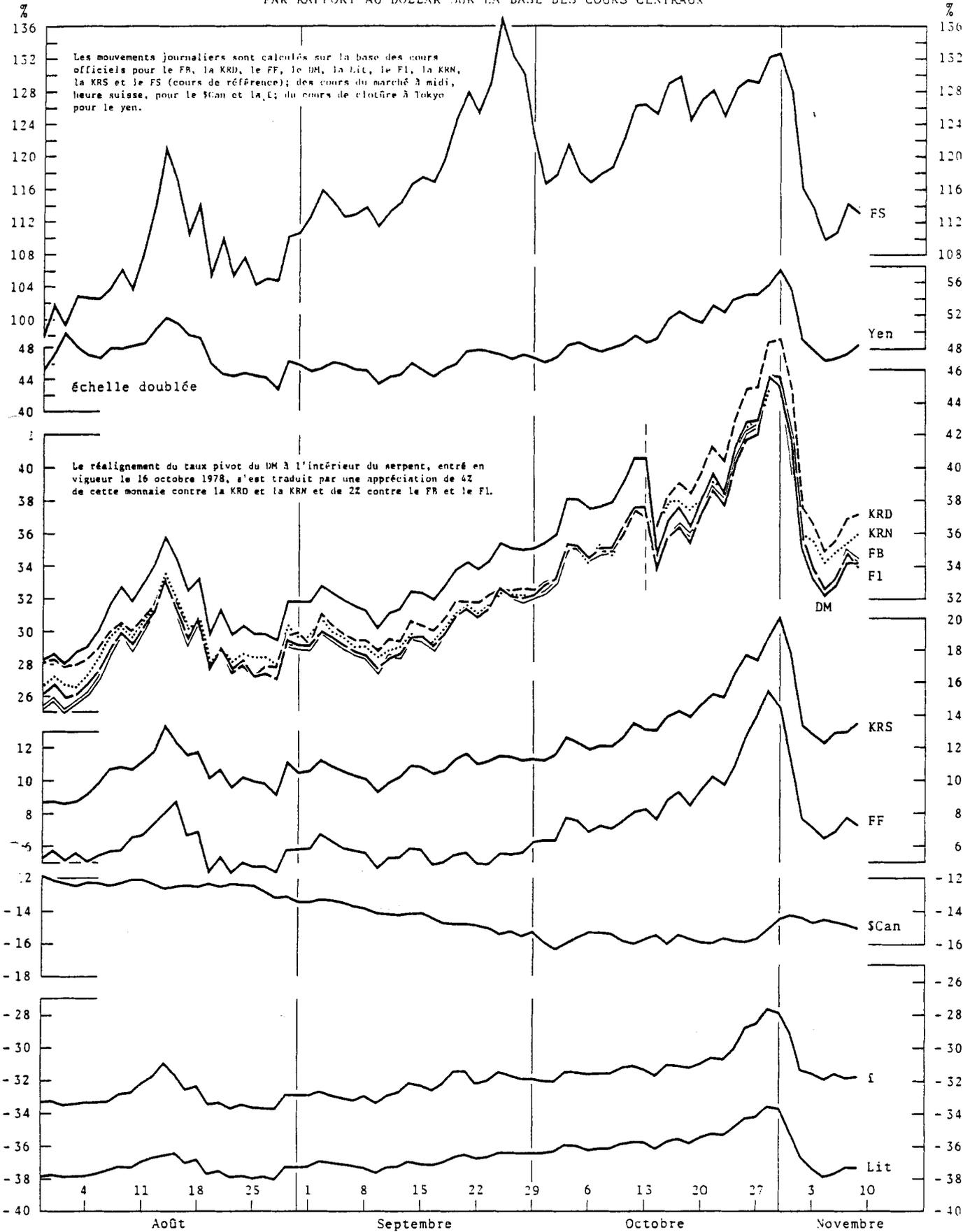
Cependant, sous l'action de nouvelles interventions énergiques de la Federal Reserve Bank et des banques centrales partenaires, un coup d'arrêt a été donné à ce mouvement de recul; le 10 novembre, les cotations du dollar sur les différentes places se sont rapprochées des maxima relevés depuis le 1er novembre. Il est vrai que l'ensemble des opérations de soutien du dollar pour la première décade de novembre a porté sur près de 6 milliards de dollars EU dont près de la moitié a été effectuée à l'initiative de la Federal Reserve Bank of New York elle-même.

Au cours des premiers jours du mois de novembre, la couronne norvégienne s'est quelque peu raffermie au sein du "serpent". Elle s'est rapprochée de la couronne danoise qui s'est maintenue franchement en tête de la bande communautaire à une distance moyenne de 2% des monnaies du Benelux et du mark allemand. Ce dernier s'est trouvé presque en permanence en opposition maximale à la couronne danoise, ou non loin: quelques interventions ont été effectuées aux points limites pour des montants marginaux. La tenue générale de leurs monnaies respectives a permis à la Banque Nationale de Belgique ainsi qu'à la Danmarks Nationalbank de poursuivre le remboursement des dettes contractées auprès du FECOM grâce au produit de rachats dans le marché. Pour sa part, la Nederlandsche Bank a remboursé un faible montant en marks mais est intervenue, à l'intérieur des marges de fluctuation, à la vente de couronnes danoises.

La Banque de France et la Sveriges Riksbank ont également procédé à quelques achats de marks.

Notons que la Banque du Canada a augmenté à nouveau son taux d'es-compte de 1/2%, soit à 10 3/4% et que, par ailleurs, le "minimum lending rate" de la Bank of England a été porté à 12,50% (contre 10% précédemment).

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

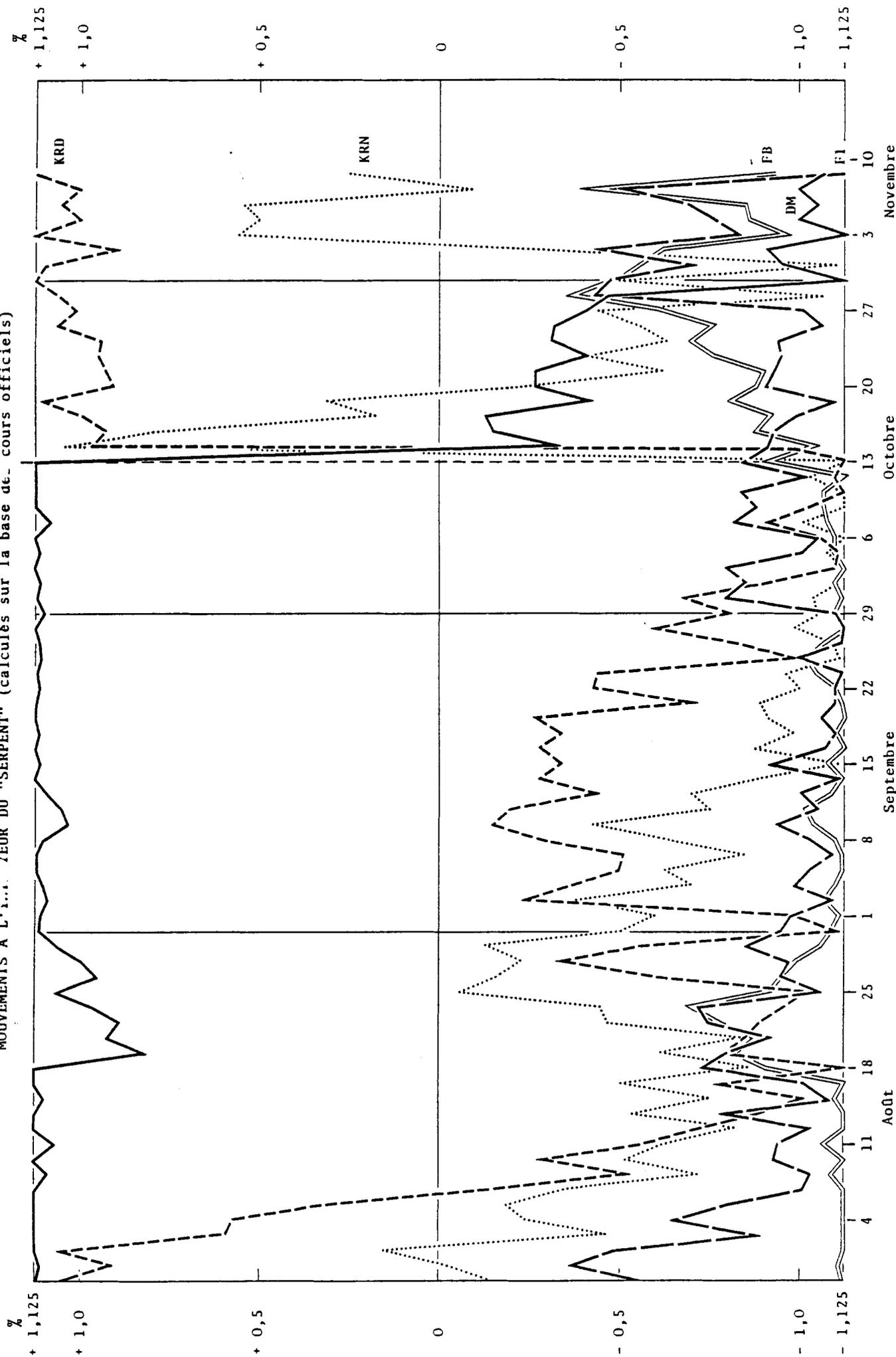


\* Effectif, 1 dollar EU = FF 4,60414.

\* Théoriques, 1 dollar EU = FB 40,3344 (39,5433 à partir du 16.10.78); KRD 7,10121; DM 2,6167 (2,51605 à partir du 16.10.78); Lit 523,35; Yen 277,20; FI 2,78118 (2,72664 à partir du 16.10.78); KRN 6,78666; KRS 4,90; FS 3,456. £1 = \$2,8952.

Pour le dollar canadien, cours moyen d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,003.

MOUVEMENTS A L'EUR DU "SERPENT" (calculés sur la base de cours officiels)



Le réalignement du taux pivot du DM à l'intérieur du serpent, entré en vigueur le 16 octobre 1978, s'est traduit par une appréciation de 4% de cette monnaie contre la KRND et la KRN et de 2% contre le FB et le FI.

1978

9 novembre 1978