

PROCES-VERBAL \*  
DE LA CENT-TRENTIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 9 JANVIER 1979 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. de Strycker, accompagné par MM. Janson 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. Pöhl, Rieke et Bender; 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 M. Sarcinelli; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Mosca, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; les Présidents des groupes d'experts, MM. Heyvaert et Bastiaanse. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Larre et Lamfalussy.

I. Approbation des procès-verbaux des 128e et 129e séances

Les procès-verbaux des 128e et 129e séances sont approuvés à l'unanimité par le Comité dans le texte des projets, sous réserve de quelques légères modifications de caractère rédactionnel.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 13 février 1979, et ne représentant par rapport au projet qu'une seule modification de pure forme.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de décembre 1978 et des premiers jours de janvier 1979: 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

M. Heyvaert résume brièvement les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal et présente quelques commentaires sur certains mouvements significatifs des réserves brutes des banques centrales participant à la concertation; d'autre part, il signale que les données relatives aux tirages des Etats-Unis sur le FMI ainsi que celles concernant les transactions en DTS effectuées par ce pays ne sont pas disponibles.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé.

B. 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. Paraphe de l'Accord entre les banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne fixant les modalités du fonctionnement du système monétaire européen

Le Président rappelle qu'en raison de la réserve formulée par la France à l'égard de la mise en vigueur des règlements du Conseil relatifs au système monétaire européen, celui-ci n'a pas été mis en vigueur comme prévu le 1er janvier 1979. En revanche, dans le cadre du Comité des Gouverneurs et du Conseil d'administration du FECOM, les préparations nécessaires pour le démarrage du système ont été faites par les Suppléants avec la coopération du secrétariat. Le Président remercie tous ceux qui ont contribué à ce travail précieux et précis qui a été accompli depuis la dernière réunion du Comité du 18 décembre 1978.

Afin que le nouveau système monétaire européen puisse être mis en oeuvre dès que la réserve française sera levée, le Président propose aux Gouverneurs la procédure suivante.

- Les Gouverneurs arrêteraient définitivement lors de la présente séance du Comité et lors de la séance du Conseil d'administration (qui suit immédiatement celle du Comité), les divers textes mentionnés sous les points III et IV et les points III à VII de l'ordre du jour de ces séances, étant entendu que les quelques questions encore ouvertes doivent d'abord être tranchées.

- Le texte de l'Accord fixant les modalités de fonctionnement du système monétaire européen et celui de l'Acte relatif au soutien monétaire à court terme seraient paraphés, dans les trois langues, par les Gouverneurs, d'une part pour marquer le caractère définitif des textes, d'autre part pour permettre la mise en oeuvre effective du système comme il est précisé ci-après; une photocopie de chacun des textes paraphés sera remise aux Gouverneurs par le Secrétaire Général du Comité.

- Les textes ainsi arrêtés et, le cas échéant, paraphés, entreraient en vigueur par exemple trois jours ouvrables après la date à laquelle les deux règlements actuellement en suspens du fait de la réserve d'attente française, seront adoptés définitivement par le Conseil. Un délai de trois jours ouvrables d'une part permettrait de régler les dernières questions pratiques pour la mise en oeuvre du mécanisme d'intervention, notamment la fixation des cours-pivots et des cours limites d'intervention, d'autre part serait suffisamment court pour ne pas créer pour les marchés des changes les problèmes ou incertitudes qui pourraient apparaître dans le cas d'un délai plus long.

- La décision relative à la mise en vigueur et en application de ces textes serait consignée au procès-verbal de la présente séance.

- La signature de l'Accord et de l'Acte aurait lieu lors de la séance du Comité qui suivra immédiatement la date à laquelle les deux Règlements seront adoptés définitivement par le Conseil.

M. Emminger fait remarquer qu'il pourrait être préférable de décider d'un délai légèrement plus long, par exemple 4 ou 5 jours ouvrables, pour faire éventuellement coïncider le démarrage du système avec le début d'un mois. Il propose donc de retenir, comme principe, la formule des trois jours ouvrables, en réservant la possibilité de s'écarter de cette formule sur la base d'une décision ad hoc prise par les Gouverneurs.

Le Comité marque son accord sur la procédure proposée par le Président avec la précision apportée par M. Emminger; il est donc convenu que les textes

entreront automatiquement en vigueur trois jours ouvrables après la date de l'adoption finale (c'est-à-dire la date à laquelle la réserve française sera levée) sauf si les Gouverneurs décident à l'unanimité de fixer une autre date, impliquant par exemple un délai légèrement plus long. Il va de soi que la mise en vigueur automatique des textes arrêtés par les Gouverneurs s'entend dans l'hypothèse où les Règlements du Conseil sont adoptés définitivement dans leur formulation actuelle. Si ces deux Règlements devaient subir des amendements, les Gouverneurs devraient examiner les conséquences éventuelles de ceux-ci sur les dispositions qu'ils ont arrêtées pour le SME.

M. Clappier se demande s'il n'y a pas intérêt à faire coïncider le début de chacune des périodes de trois mois prévues pour les opérations de swap avec le début d'un trimestre de calendrier. Etant donné le retard du démarrage du SME, il serait donc utile de convenir que la durée des premières opérations de swap pourra couvrir moins de trois mois.

M. Janson indique que la formule proposée par M. Clappier a déjà fait l'objet d'un échange de vues entre les experts; ceux-ci sont arrivés à la conclusion qu'une telle formule présenterait plusieurs avantages sur le plan opérationnel. Il s'agit cependant d'une question d'application à convenir le moment venu entre les banques centrales, qui ne requiert pas une précision dans le texte de l'Accord.

Le Comité procède ensuite à l'examen du texte de l'Accord dans la version datée du 8 janvier 1979.

M. Richardson constate que le libellé de l'article 16, paragraphe 1, 1ère phrase "When a financing operation falls due, settlement shall be carried out in the first instance by means of holdings, other than those referred to in Article 15, in the currency of a creditor in the EMCF" est différent à la fois de celui de l'article 8 de l'Accord du 8 juillet 1975 portant modification de l'Accord du 10 avril 1972, qui stipule que "the debtor central bank may liquidate its debt by means of assets in the currency of a creditor in the EMCF" et de ce qui a été convenu entre les Gouverneurs le 18 décembre 1978. M. Richardson préfère la formulation du texte du 8 juillet 1975 qui correspond en outre à ce que les Gouverneurs ont déclaré lors de leur dernière réunion du 18 décembre 1978.

M. Janson indique que cet amendement a été introduit en vue de répondre à la préoccupation exprimée par certaines banques centrales de fixer dans l'Accord le principe général selon lequel une dette doit être réglée en priorité

au moyen d'avoirs en la monnaie d'un créancier du FÉCOM. Cet amendement ne constitue qu'une des modifications, plus ou moins importantes, qui ont été apportées au texte de l'Accord depuis le 18 décembre 1978 et sur lesquelles les banques centrales ont abouti à un compromis le 28 décembre 1978. Si l'on touche maintenant à ce compromis, on risque fort de rouvrir le débat sur plusieurs dispositions qui ne donnent pas entièrement satisfaction à toutes les banques centrales. Par ailleurs, il est à noter que les dispositions relatives aux règlements intracommunautaires ne sont pas immuables et absolues puisqu'on peut y déroger par accord mutuel.

M. Murray appuie M. Richardson. Il estime notamment que l'une des caractéristiques au nouveau système monétaire étant l'utilisation de l'Ecu comme moyen de règlement, il semble assez étrange de commencer l'article relatif aux règlements intracommunautaires par une obligation de régler en priorité au moyen d'un instrument de règlement autre que l'Ecu.

M. Murray exprime en outre des doutes sur la signification de la notion "in the currency of a creditor in the EMCF". Est-ce que cela signifie qu'un débiteur pourrait régler sa dette en la monnaie d'un créancier du FÉCOM, qui ne serait pas son propre créancier, c'est-à-dire est-ce que des règlements triangulaires seraient possibles? En vue d'éviter toute ambiguïté, il propose de remplacer "a creditor in the EMCF" par "the creditor in the EMCF".

Le Président attire l'attention de M. Murray sur le fait qu'il n'existe plus de relations bilatérales dans le cadre du FÉCOM et qu'il peut y avoir plusieurs débiteurs et plusieurs créanciers du FÉCOM.

M. Murray maintient son point de vue. Les règlements s'effectuent toujours entre une banque centrale débitrice et une banque centrale créancière. Il suggère de supprimer toute la première phrase de l'article 16, paragraphe 1 et d'indiquer à la fin de ce paragraphe qu'une banque centrale débitrice pourrait régler sa dette au moyen de la monnaie de son créancier, qu'elle aurait rachetée sur le marché.

Le Président demande si le Comité pourrait accepter les deux amendements suivants:

- à la première ligne de l'article 16, paragraphe 1: remplacer "shall" par "may",
- à la troisième ligne du même paragraphe: remplacer "a creditor" par "the creditor".

M. Emminger marque son accord sur le second amendement, mais exprime des réserves sur le premier amendement qui affaiblirait la force de l'article 15 de l'Accord, relatif aux fonds de roulement et ne permettrait plus de se préserver contre la détention, par une banque centrale, d'avoirs excessifs en la monnaie d'une autre banque centrale de la CEE. Il rappelle que les dispositions relatives aux fonds de roulement n'ont jamais soulevé de problèmes pratiques et l'Irlande, notamment, a toujours bénéficié de dérogations généreuses.

M. Clappier marque sa sympathie pour les amendements suggérés par MM. Richardson et Murray. Il considère en effet peu opportun, sur le plan psychologique, de faire allusion dans le texte de l'Accord que le règlement au moyen des avoirs en la monnaie d'un créancier du FECOM, aurait priorité par rapport au règlement en Ecus. Cette allusion est d'autant plus malvenue que le texte de l'Accord pourrait être publié. Il serait donc utile de supprimer toute la première phrase de l'article 16, paragraphe 1, et de commencer ce paragraphe par les dispositions relatives aux règlements en Ecus.

M. Clappier reconnaît cependant que, comme il a déjà été souligné par M. Janson, tout changement du présent texte risque de rouvrir le débat sur d'autres points et comporte le danger que les Gouverneurs n'aboutissent à aucun accord dans la présente séance. Il propose donc d'être très prudent dans l'adoption d'amendements et de ne pas en accepter sans revoir l'ensemble du texte.

Le Président indique au sujet de la remarque faite par M. Emminger que, même si l'amendement proposé par M. Richardson atténue la force des dispositions visées à l'article 15, le mot "in the first instance" marque une très nette préférence en faveur de l'utilisation de la monnaie du créancier. La Banque Nationale de Belgique a une longue expérience dans ce domaine. Elle a fréquemment remboursé, dans le passé, une grande partie de ses dettes au moyen des avoirs en la monnaie du créancier, qu'elle a rachetée sur les marchés, sachant que ce mode de remboursement a été dans l'intérêt de la banque centrale créancière. Rien ne permet de penser que cette bonne compréhension des intérêts mutuels ne se poursuive plus à l'avenir.

M. Murray pense que si l'on maintient la première phrase du premier paragraphe de l'article 16, il faudrait préciser que les avoirs en la monnaie du créancier se réfèrent aux avoirs accumulés, au-delà des fonds de roulement, à la suite d'achats dans le marché de cette monnaie par la banque centrale débitrice.

M. Richardson propose de compléter "in the currency of an EMCF creditor" par les mots "to whom the settlement is due".

M. Hoffmeyer suggère de libeller la phrase en question de la façon suivante: "When a financing operation falls due, settlement should be carried out .... in the currency of an EMCF creditor, for instance acquired through market operations."

M. Zijlstra pense que la meilleure solution serait de supprimer toute la phrase en question et de consigner au procès-verbal de la présente séance qu'il va de soi qu'une banque centrale qui détient des avoirs en la monnaie de son créancier au-delà des fonds de roulement, utilise ces avoirs en priorité lors d'un règlement intracommunautaire.

M. Emminger pourrait accepter la suggestion de M. Zijlstra; il préférerait cependant retenir ce principe dans le texte de l'Accord lui-même, en rédigeant le début du paragraphe 1 de l'article 16 de la façon suivante: "When a financing operation falls due, settlement shall be carried out - insofar as it has not been settled in the first instance by means of holdings in the creditor's currency - entirely or in part by transferring ECUs, with the proviso ....."

Le Comité retient la rédaction proposée par M. Emminger.

M. Richardson rappelle qu'il a formulé, le 28 décembre, une réserve au sujet de la disposition visée à l'article 17, paragraphe 4, relative aux conditions d'évaluation de l'or aux fins des opérations de swap, sans s'opposer cependant à l'application de l'Accord avant de reprendre la discussion sur ce point à la séance du 9 janvier 1979.

En effet, la formule qui a été choisie en vue de répondre aux préoccupations exprimées par M. Clappier comporte le risque que, le cas échéant, l'or soit évalué et donc acheté par le FECOM à un prix supérieur à celui noté le jour où l'opération de swap est effectuée. Sans vouloir revenir sur la formule envisagée avant le 18 décembre 1978, M. Richardson propose donc de conserver la notion de la moyenne des six derniers mois, mais d'ajouter "ou 90% du dernier cours du marché si celui-ci est inférieur à la moyenne des six derniers mois".

M. Clappier reconnaît que le cas mentionné par M. Richardson pourrait se produire bien que la probabilité en soit très faible. Un tel cas ne justifie pas toutefois un abattement qui ne pourrait pas être accepté par M. Clappier. Aussi, celui-ci propose-t-il de retenir "la moyenne des cours, convertis en

Ecus, notés chaque jour aux deux "fixings" de Londres pendant les six mois de calendrier écoulés ou le cours moyen des deux derniers jours ouvrables".

Le Comité retient finalement la rédaction suivante pour le premier tiret de l'article 17, paragraphe 4: "Pour l'or, la moyenne des cours, convertis en Ecus, notés chaque jour aux deux "fixings" de Londres pendant les six mois de calendrier écoulés, sans excéder la moyenne des deux cours de "fixings" notés l'avant-dernier jour ouvrable de la période."

M. Murray demande qu'à l'article 14, paragraphe 1, premier tiret, les termes "in the currency of a creditor in the EMCF" soient remplacés par "in the currency of the creditor", pour assurer la concordance entre l'article 14 et l'article 16.

M. Emminger peut se rallier à M. Murray et suggère de confier aux experts la mise au point d'une interprétation correcte.

M. Mosca indique que le nouveau système revêt un caractère beaucoup plus communautaire et multilatéral que le "serpent". De ce fait, il faudrait parler, tant à l'article 14 qu'à l'article 16, plutôt "des créanciers" que "du créancier".

M. Janson craint que si l'on change l'article 14 comme le demande M. Murray, cet article 14 ainsi amendé fasse obstacle à l'application de l'article 13 qui prévoit des compensations automatiques.

Le Comité suit l'argumentation avancée par M. Janson et M. Murray retire sa demande d'amendement à condition que la question soit revue lors du réexamen général des dispositions de l'Accord à l'issue de la première période d'application de six mois.

Sous réserve des deux amendements ci-dessus - amendements concernant les articles 16, paragraphe 1, et 17 paragraphe 4 qui sont consignés dans une déclaration et seront ensuite insérés dans le texte final de l'Accord - celui-ci est arrêté et paraphé par les Gouverneurs.

M. Emminger fait remarquer que la disposition, visée à l'article 17 de l'Accord, selon laquelle les apports des banques centrales seraient déterminés sur la base des réserves brutes en dollars, pose certaines difficultés pour la Deutsche Bundesbank du fait qu'une partie considérable de ses réserves brutes est constituée de créances non transférables résultant d'opérations de swap effectuées avec les autorités américaines. Il se peut donc qu'un jour la Deutsche Bundesbank soit amenée à déclarer à l'Agent qu'elle n'a pas suffisamment de créances en dollars transférables pour les apports à faire au FECOM et qu'elle doit recourir à des créances non transférables.



Le Comité prend acte de cette déclaration.

IV. Paraphe de l'Acte relatif au soutien monétaire à court terme

M. Murray rappelle au Comité que le point 4.4 de la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978 prévoit que les pays ne disposant pas encore d'une législation nationale adéquate rendront disponible la majoration de leur quote-part dans le concours financier à moyen terme par un accord intérimaire de financement entre les banques centrales concernées. Il estime souhaitable de donner suite à cette demande en convenant dans le cadre du soutien monétaire des dispositions requises à cet effet. Ces dispositions ne devraient pas nécessairement figurer dans le texte de l'Acte lui-même, mais plutôt être consignées au procès-verbal de la présente séance.

M. Janson indique qu'un aménagement du soutien monétaire à court terme ne s'impose pas du fait qu'à l'exception des Pays-Bas tous les pays de la CEE disposent déjà de la législation adéquate et que les Pays-Bas sont en train de modifier leur législation de façon à éviter le recours à une formule intérimaire.

M. Zijlstra fait remarquer que même s'il y avait des difficultés en matière de législation nationale, l'intervention de la Nederlandsche Bank ne serait pas nécessairement requise. En effet, jusqu'à présent, le Ministre des Finances néerlandais ne s'est pas adressé à la banque centrale pour une telle intervention.

Le Président rappelle que la question évoquée par M. Murray a déjà fait l'objet, le 18 décembre 1978, d'une discussion entre les Gouverneurs, et ces derniers ont abouti à la conclusion qu'aucun arrangement ne serait nécessaire dans le cadre du Comité (cf. procès-verbal de la 129e séance du Comité des Gouverneurs du 18 décembre 1978, page 8).

Le Comité arrête définitivement et paraphe l'Acte relatif au soutien monétaire à court terme dans le texte de la version datée du 8 janvier 1979\*.

---

\* Note du secrétariat: En ce qui concerne la mise en vigueur de cet Acte, cf. les dispositions exposées sous le point III de ce procès-verbal.

V. Examen du Rapport No 13 établi par le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse

A. Exposé de M. Bastiaanse

M. Bastiaanse indique que le Rapport No 13 en date du 31 octobre 1978 est le premier rapport qui a été établi sur la base du nouveau mandat confié le 14 mars 1978 par les Gouverneurs au groupe d'experts. Selon ce mandat, le groupe a été invité à élaborer, deux fois par an, un rapport "sur la compatibilité des politiques monétaires appliquées dans les différents pays de la CEE entre elles d'une part, et avec les objectifs communs (taux de change, évolution de l'économie "réelle") d'autre part". Les Gouverneurs ont précisé que la première partie "exposerait de façon assez détaillée les objectifs poursuivis sur le plan monétaire par les divers pays (tels qu'ils sont présentés au groupe par le représentant de chaque pays), de façon à permettre au lecteur de se prononcer sur la compatibilité de ces politiques. La deuxième partie revêtirait un aspect plus analytique, en ce sens qu'elle présenterait les opinions du groupe sur les risques d'incompatibilité ainsi que sur les voies et moyens permettant de les éliminer".

Le rapport soumis aux Gouverneurs représente l'opinion unanime du groupe; sa structure s'inspire du mandat exposé ci-dessus, sous réserve que, pour faciliter la lecture, la présentation des objectifs poursuivis sur le plan monétaire par les divers pays a été transférée dans une annexe.

Au lieu d'essayer de résumer le contenu du rapport, il semble plus opportun d'en dégager les quelques conclusions ci-après.

a) Dans certains cas, les résultats encore provisoires de 1978 sont restés en deçà des objectifs finals fixés au début de la période sous revue, notamment en matière de croissance économique réelle.

b) En général, les facteurs responsables de ces différences n'étaient pas susceptibles d'être traités à l'aide d'un ajustement des politiques mises en oeuvre. La plupart des pays se sont rendus compte en effet que des contraintes externes s'opposaient à toute action unilatérale. Seule l'Allemagne a été en mesure de prendre, en juillet 1978, des mesures de caractère budgétaire visant à stimuler l'économie. A aucun moment, il n'a été considéré opportun de recourir à un ajustement de la politique monétaire: en Allemagne, il est apparu dès le début de l'année que la croissance monétaire serait supérieure à

l'objectif; dans d'autres pays, l'évolution des agrégats monétaires a correspondu grosso modo à l'objectif fixé.

c) En général, aucune incompatibilité entre les politiques monétaires des pays membres ne s'est fait jour; cette constatation vaut tant pour celles des pays membres du "serpent" que pour celles des pays dont la monnaie flotte indépendamment.

La partie finale du rapport présente certaines perspectives pour la situation conjoncturelle et externe en 1979 et pour le nouveau système monétaire européen.

Trois thèmes de discussion sont proposés aux Gouverneurs pour leur présente séance.

1. Le Rapport No 13 a été rédigé dans le contexte de la situation économique et de ses perspectives en octobre 1978. Depuis lors, de nouveaux développements sont intervenus (augmentation des prix du pétrole dans le monde, un certain retournement de situation dans la lutte contre l'inflation, perspectives de croissance plus favorables dans quelques grands pays, etc.). Selon les Gouverneurs, en quoi ces tout derniers développements vont-ils infléchir l'orientation de la politique monétaire de leur pays?

2. Les nouvelles obligations en matière de taux de change liées au système monétaire européen exerceront des contraintes sur les politiques monétaires dans les pays participants. Aussi, d'autres domaines de la politique économique (notamment la politique budgétaire) pourraient-ils, dans certaines circonstances, s'en ressentir. Les Gouverneurs - en particulier ceux des nouveaux pays adhérents qui ne participent pas actuellement au "serpent" - prévoient-ils des difficultés spéciales ou une nécessité quelconque de changer l'orientation de leur politique? Dans le cas de l'Italie, il serait intéressant d'avoir des renseignements sur les mesures prévues par le "Plan Pandolfi".

3. Etant donné les nouvelles obligations en matière de change, les banques centrales devront de temps à autre, pour agir sur les cours de change, recourir plus largement à l'arme des taux d'intérêt. Cette politique risque de compromettre l'observation des objectifs quantitatifs en vigueur en termes de masse monétaire, ainsi que la gestion des marchés monétaires nationaux. Dans quelle mesure les Gouverneurs estiment-ils que cette situation pose un problème?

M. Bastiaanse profite de l'occasion pour signaler que le groupe d'experts sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire se propose de soumettre, au printemps 1979, au Comité des Gouverneurs et au Comité monétaire un rapport traitant des aspects monétaires du système monétaire européen.

Le Président remercie M. Bastiaanse pour l'excellent rapport que le groupe a établi sous sa présidence, pour son exposé et pour les propositions de discussion faites pour la présente séance.

#### B. Discussion du Comité

M. Baffi indique que le "Plan Pandolfi" est actuellement discuté par le Parlement italien et il serait plus utile de reprendre cette question à l'occasion de la prochaine séance lorsque des renseignements plus précis pourront être fournis.

Au sujet du rapport établi par le groupe d'experts, M. Baffi constate que ce document ne présente aucune analyse au niveau des variations de la monnaie de banque centrale. Or, en présence d'une certaine variation de monnaie de banque centrale, on peut contrôler la masse monétaire en variant le multiplicateur par exemple par une augmentation ou une diminution du coefficient de réserves obligatoires. Toutefois, dans le cas d'un système de taux de change fixe, la source externe de la base monétaire ne peut plus être contrôlée, ce qui force les autorités monétaires à agir sur les autres facteurs contribuant à la création de la base monétaire, c'est-à-dire le financement par la banque centrale du Trésor et, à travers les banques commerciales, de l'économie.

L'absence d'une analyse en termes de base monétaire (absence qu'on constate également dans les documents de travail régulièrement établis à l'intention des Gouverneurs) peut donner lieu à de fausses interprétations sur la volonté et la détermination des autorités monétaires à contrôler la masse monétaire. Par exemple, la volonté de la Deutsche Bundesbank à cet égard est indéniable et forte, mais elle se heurte à la fuite devant le dollar; la Banque Nationale Suisse est dans une situation comparable. Même en Italie, l'augmentation de la base monétaire en 1978 a été exclusivement d'origine externe, et ne résulte pas des crédits octroyés par la banque centrale au Trésor et à l'économie. Ce n'est qu'au terme du processus de multiplication de la base monétaire que les créances sur l'économie et le Trésor apparaissent dans les bilans des banques commerciales.

M. Baffi conclut que l'attitude des autorités monétaires ne peut pas être mesurée et jugée à partir de l'évolution de la masse monétaire et sans connaître les origines de la variation de la monnaie de banque centrale. Il souhaite qu'une analyse en termes de base monétaire soit développée à l'avenir, d'autant plus que les contraintes externes deviendront nettement plus fortes lorsque le système de taux de change fixes aura été étendu.

M. Emminger partage l'avis de M. Baffi et soutient les propositions qu'il a faites.

M. Clappier pense que dans l'avenir, à savoir après l'entrée en vigueur du SME, il importera de consacrer plus de temps à l'examen des rapports établis par le "Groupe Bastiaanse"; le dernier rapport est très intéressant et il a fait l'objet d'un examen approfondi à la Banque de France. Celle-ci s'efforce déjà depuis un certain temps de poursuivre une politique monétaire interne et externe cohérente avec l'appartenance du franc français au système monétaire européen, et l'entrée en vigueur de ce système ne nécessitera donc aucun changement appréciable dans l'orientation de la politique monétaire française. L'incidence de la hausse des prix de pétrole posera un problème sérieux dont l'ampleur exacte ne peut cependant pas encore être mesurée dans l'immédiat. En ce qui concerne la troisième question de M. Bastiaanse, M. Clappier souligne que la politique des taux d'intérêt s'est révélée une arme importante et efficace en France et aucun changement majeur ne sera nécessaire dans l'utilisation de cet instrument. L'expérience faite en cette matière milite plutôt contre la tendance à encourager les autorités monétaires à une baisse des taux d'intérêt nominaux, qui dans le cas de la France a ramené à zéro le taux d'intérêt réel (c'est-à-dire le taux d'intérêt nominal à long terme moins la hausse des prix). Cette situation ne devrait pas être trop grave, étant donné les limitations quantitatives du crédit bancaire, mais une autre détérioration ne serait pas souhaitable.

M. Clappier conclut que le rapport du "Groupe Bastiaanse" devrait faire l'objet d'un nouvel examen plus approfondi.

Le Président suggère de réinscrire le sujet à l'ordre du jour de la séance de février, ce qui devrait permettre aussi à M. Baffi de faire un exposé sur le plan triennal italien, à M. Murray de faire une déclaration, et à M. Lamfalussy de présenter quelques réflexions. M. Bastiaanse devrait participer à ce débat.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Question écrite No 791/78 de M. Notenboom, membre du Parlement européen  
au Conseil des Communautés européennes

M. Janson rappelle qu'un membre du Parlement européen a adressé au Conseil des Communautés européennes une question qui porte sur les possibilités d'une publication au Journal officiel des Communautés européennes des accords communautaires, tels que le soutien monétaire à court terme. Le secrétariat général du Conseil a pris contact avec la Commission et le secrétariat du Comité des Gouverneurs et du Conseil d'administration du FECOM pour connaître le sentiment des Gouverneurs sur cette question.

La publication des accords entre banques centrales pourrait, par exemple, prendre une des formes ci-après:

- publication dans la section du Journal officiel des Communautés européennes réservée aux communications: cette formule qui est préconisée par le parlementaire Notenboom pourrait apparaître assez logique car les textes en question ont un caractère communautaire; en outre, le Journal officiel est publié dans toutes les langues de la Communauté;
- publication dans les bulletins mensuels ou trimestriels de chacune des banques centrales de la CEE: cette formule présenterait l'inconvénient d'une publication à des dates très différentes;
- publication dans l'ouvrage publié par le Comité monétaire et intitulé "Compendium des textes communautaires en matière monétaire".

M. Clappier estime que la question posée par le parlementaire Notenboom pourrait être laissée à l'appréciation du Conseil, étant donné l'aspect politique de cette question.

M. Emminger souligne que s'agissant notamment d'accords entre banques centrales, la question de leur publication ne devrait pas être laissée à la décision des Ministres des Finances. Les banques centrales devraient garder leur indépendance dans ce domaine; elles pourraient publier les textes en cause sous leur propre autorité et indépendamment de la question posée par le parlementaire, pour laquelle la réponse formelle resterait du ressort du Conseil des Ministres.

M. Richardson craint qu'en commençant une publication dans le Journal officiel, des pressions s'exercent ultérieurement pour la publication d'autres textes.

M. Zijlstra pense que le Comité des Gouverneurs devrait publier les textes en cause par ses propres soins sous forme d'un ouvrage spécifique analogue au Compendium publié par le Comité monétaire.

M. Clappier approuve les suggestions faites par MM. Emminger et Zijlstra.

M. Mosca se demande si l'ouvrage envisagé par les Gouverneurs apparaîtrait sous le nom du Fonds européen de coopération monétaire.

M. Zijlstra estime difficile d'accepter une publication au nom du FECOM du fait que le nouveau système a pour base un Accord entre banques centrales.

M. Clappier souligne qu'il y a trois catégories de documents, à savoir:

- les accords entre banques centrales,
- les décisions du Conseil d'administration,
- les directives destinés à l'Agent.

Seules les deux premières catégories de texte devraient être publiées, mais il ne serait pas sage de publier tous ces textes sous le sigle du FECOM.

Le Président estime utile de ne pas prendre dès à présent une décision de détail; il constate que pour l'instant les Gouverneurs conviennent de publier les accords entre banques centrales et les décisions du Conseil d'administration du FECOM sous l'autorité du Comité des Gouverneurs et du Conseil d'administration du FECOM, et ne sont pas d'accord pour une publication dans le Journal officiel des Communautés européennes.

Les questions de détail relatives à la publication envisagée par les Gouverneurs, par exemple s'il faut publier rétroactivement les décisions Nos 1 à 11 du Conseil d'administration du FECOM, devraient être étudiées par les Suppléants avant la prochaine séance du Comité des Gouverneurs et celle du Conseil d'administration du FECOM.

M. Emminger pense que le problème évoqué par le Président pourrait facilement être résolu si l'on précisait que, dans l'ouvrage envisagé par les Gouverneurs, on publierait également les décisions prises par le Conseil d'administration du FECOM en application des nouveaux accord entre banques centrales. De cette façon, chacun comprendrait la raison pour laquelle seules les décisions Nos 12 et 13 seraient publiées.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle le mardi 13 février 1979 à 10 heures.

\* \* \*

A l'issue de la séance, M. Emminger tient à souligner combien il a été impressionné par les travaux remarquables accomplis par les sous-comités et groupes d'experts du Comité des Gouverneurs ainsi que par le secrétariat dans le cadre de l'élaboration et de la mise au point du nouveau système monétaire européen. Il félicite toutes les personnes qui ont contribué à la qualité excellente de ces travaux et tient à ce que son appréciation soit mentionnée dans le procès-verbal de la présente séance.



RAPPORT SUCCINCT SUR  
L'EVOLUTION DES MARCHES DES CHANGES DES PAYS  
DONT LES BANQUES CENTRALES PARTICIPENT A LA CONCERTATION

---

DECEMBRE 1978

---

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation\* et les interventions de celles-ci durant le mois de décembre 1978 et les premiers jours de janvier 1979.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Le principal événement intervenu sur les marchés de change le mois dernier a été un nouvel affaiblissement du dollar EU qui s'est produit, même si, vers la fin de l'année, les marchés sont d'habitude relativement calmes et peu actifs.

Au nombre des principaux facteurs ayant influé sur le cours du dollar figure la décision, prise par l'OPEP à la mi-décembre, d'augmenter les prix du pétrole de 14,5% en 1979. Cette majoration a été plus forte que prévu. L'évolution de la situation en Iran a également contribué à faire fléchir le dollar, vers la fin du mois en particulier. Dans de telles circonstances, ni les interventions substantielles effectuées tout au long du mois pour soutenir le dollar, ni le relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis n'ont permis d'infléchir l'opinion relativement pessimiste du marché, et la monnaie américaine a perdu entre un tiers et la moitié de ses gains de novembre.

Les négociations concernant le nouveau système monétaire européen n'ont donné lieu à aucun mouvement spéculatif sur les monnaies de la CEE, contrairement à l'évolution enregistrée en juillet lorsque les grandes lignes du système avaient été rendues publiques. Les déclarations faites à l'occasion

---

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

des réunions tenues au niveau communautaire, confirmant que les monnaies du "serpent" entreraient dans le nouveau mécanisme de change avec des parités inchangées et que l'adhésion des monnaies flottantes se ferait sur la base des cours du marché, ont eu sans aucun doute une influence rassurante sur le marché.

Les relations entre les monnaies participant au "serpent" sont restées assez stables. Dans la première quinzaine, la bande de fluctuation des monnaies a été proche de sa largeur maximale mais, vers la fin de l'année, l'écart s'est réduit, du fait essentiellement du calme régnant sur le marché.

La couronne danoise est demeurée en haut du "serpent". Une demande substantielle en deutsche marks vis-à-vis du dollar a été compensée par des interventions à la suite desquelles cette monnaie a occupé une position assez proche du milieu. Le franc belge se trouvait à la limite inférieure, légèrement en dessous du florin néerlandais. Les monnaies du "serpent" sont restées fermes durant toute la période et se sont appréciées d'environ 5% par rapport au dollar.

Le 12 décembre, le gouvernement norvégien a décidé de ne pas s'associer au système monétaire européen au stade initial et, en conséquence, de retirer immédiatement la couronne norvégienne du "serpent" et de la rattacher à un panier de monnaies. Avant la décision de quitter le bloc de flottement concerté, la monnaie norvégienne s'était située dans la partie supérieure du "serpent". Par la suite, l'indice de variation de son cours de change est resté assez stable. En effet, à la fin du mois de décembre, la couronne a progressé de près de 2% par rapport au dollar. Simultanément, la couronne a subi un recul de 3% en moyenne par rapport au "serpent" et est tombée en dessous de son ancienne limite inférieure.

Le franc suisse a été soumis à une certaine pression spéculative, qui a toutefois été contrecarrée par la Banque Nationale Suisse au moyen d'importants achats de dollars. L'appréciation du franc à l'égard du dollar a ainsi été maintenue à 6,5%, ne dépassant que légèrement celle des monnaies du "serpent".

La livre sterling et le franc français ont suivi une évolution assez proche de celle des monnaies du "serpent" et ont par conséquent progressé de près de 5% contre dollar. Le cours de ces deux monnaies est resté sous le contrôle étroit des deux banques centrales en cause. Le franc français, de son côté, a été favorablement influencé par l'annonce officielle que l'entrée de la monnaie française dans le nouveau mécanisme de change européen s'effectuerait sur la base des cours du marché à l'égard des monnaies du "serpent".

La lire italienne et la couronne suédoise ont perdu un peu de terrain vis-à-vis des autres monnaies européennes, à l'exception de la couronne norvégienne et ne se sont appréciées que de 2 et 3% respectivement par rapport au dollar.

Le yen japonais n'a progressé que de 1,5% vis-à-vis du dollar, ce qui dénote qu'il est moins recherché par la spéculation à la baisse de la monnaie américaine.

Le dollar canadien est resté faible en décembre et a perdu environ 1% par rapport au dollar EU, notamment sous l'influence de la hausse des taux d'intérêt à l'étranger.

## II. INTERVENTIONS EN DOLLARS EU

Les interventions sur le marché ont visé en majorité à soutenir le dollar; la Federal Reserve Bank of New York est de nouveau intervenue massivement. En décembre, ses interventions ont atteint plus de \$3 milliards sous forme de ventes de deutsche marks, et, dans une moindre mesure, de francs suisses et de yens japonais. Leur total n'a été que légèrement inférieur à celui de novembre.

Ce sont principalement la Banque Nationale Suisse et, dans une moindre mesure, la Deutsche Bundesbank et la Bank of England qui ont soutenu le dollar avec des achats s'élevant globalement à \$5,1 milliards, montant supérieur au total enregistré pendant les mois précédents.

Un certain nombre d'autres banques centrales ont effectué des achats de dollars pour un total de \$1 milliard en vue d'atténuer les fluctuations des cours de change sur le marché.

La Banque du Canada et la Sveriges Riksbank ont été vendeurs net de dollars en dépit de rachats occasionnels.

## III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Etant donné l'absence quasi totale de pressions au sein du "serpent" les banques centrales participantes n'ont pas eu à procéder à des interventions obligatoires aux cours limites et l'on n'a enregistré que des achats négligeables de deutsche marks à l'intérieur des marges.

La Banque de France a été acheteur net de deutsche marks tandis que la Sveriges Riksbank a été vendeur net, pour des montants limités dans les deux cas.

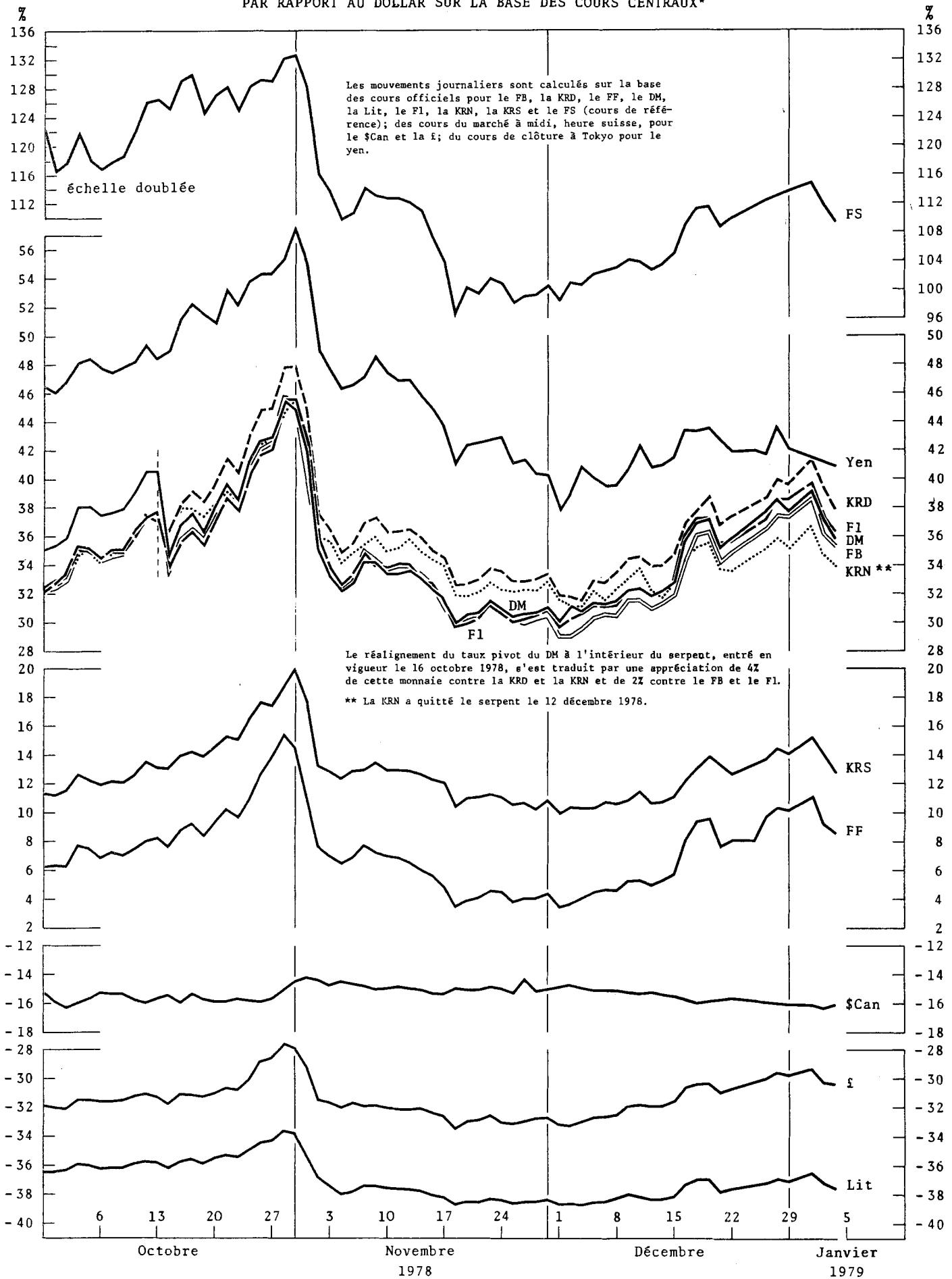
\* \* \*

Après avoir fortement baissé le premier jour ouvrable de la nouvelle année, la monnaie américaine s'est sensiblement redressée dans un marché nerveux, et a terminé la première semaine de janvier à 1% environ au-dessus de son niveau de fin 1978, notamment grâce aux nouveaux achats de dollars EU par les banques centrales européennes.

Dans un "serpent" dont l'épaisseur s'est accrue, la position de chaque monnaie vis-à-vis des autres est restée inchangée, mais un léger recul du deutsche mark a été noté. Trois banques centrales ont alors procédé à quelques acquisitions de deutsche marks dans les marchés.

Le franc suisse a également fléchi avec l'atténuation de la pression spéculative, tandis que le dollar canadien gagnait du terrain par suite d'une hausse des taux d'intérêt.

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



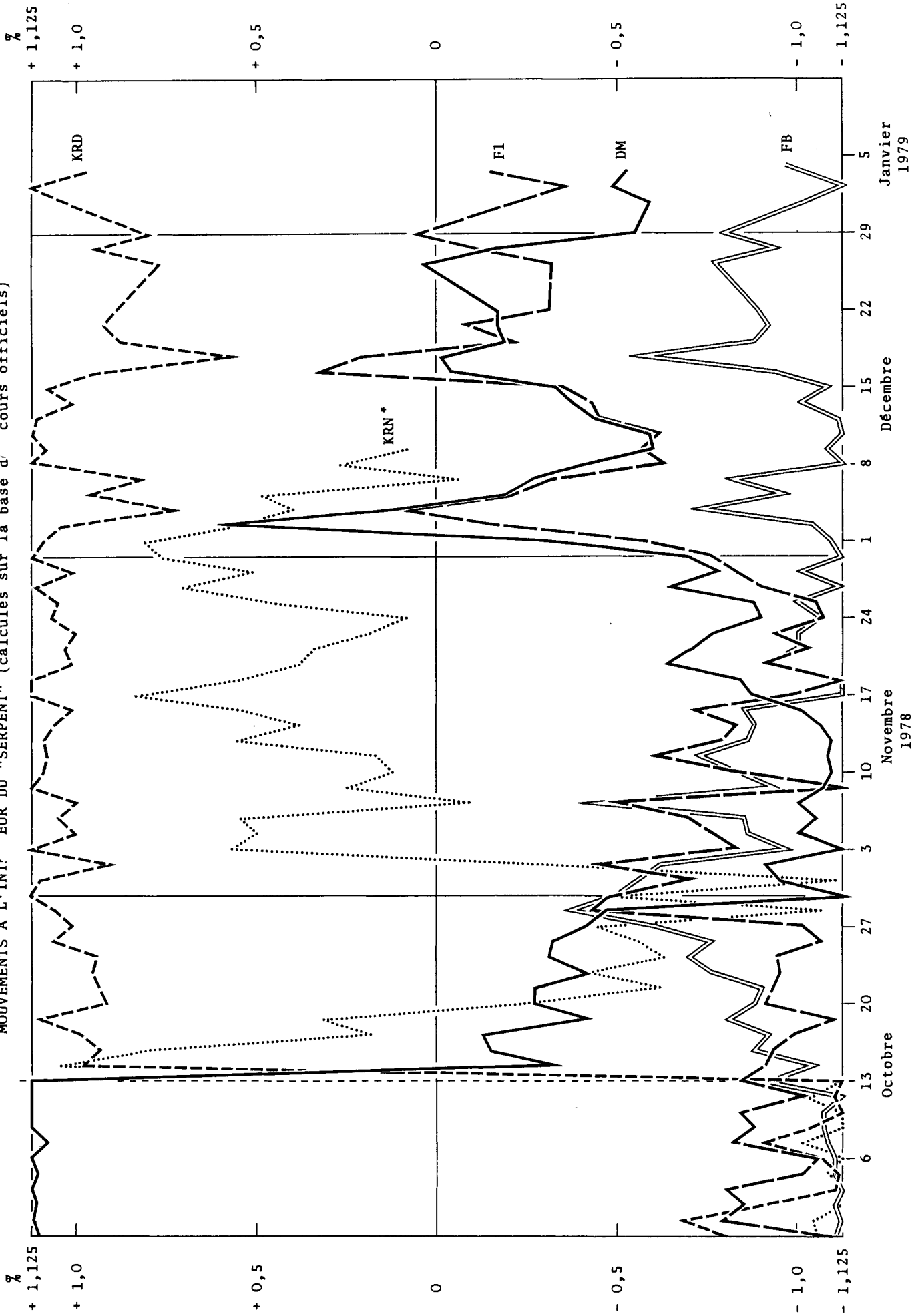
\* Effectif, 1 dollar EU = FF 4,60414.

\* 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; F1 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.

4 janvier 1979

MOUVEMENTS A L'INT' 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 KRZ et la KRN et de 2% contre le FB et le FI.

\* La KRN a quitté le serpent le 12 décembre 1978.

4 janvier 1979