

PROCES-VERBAL*

DE LA CENT-VINGT-HUITIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 DECEMBRE 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. Pöhl 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 MM. Breen et 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. Szász et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Balfour et Sangster; 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; le Président du groupe d'experts 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 et M. Baer.

Participent en outre à la discussion du point III de l'ordre du jour, le Directeur général de la Banque des Règlements Internationaux, M. Larre, accompagné par MM. Hall, Klein, Gros et Giovanoli.

I. Approbation des procès-verbaux des 126e et 127e séances.

Les procès-verbaux des 126e et 127e 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 9 janvier 1979, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

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

M. Heyvaert résume brièvement les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal.

Le Président remercie M. Heyvaert de son rapport; il signale que la Norvège a décidé, le lundi 11 décembre 1978, de ne plus participer au "serpent".

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. Le rapport qui, comme d'habitude, sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. Poursuite de l'examen de l'établissement d'un nouveau système monétaire européen à la lumière des conclusions du Conseil européen des 4 et 5 décembre 1978 et du Rapport No 43 du groupe d'experts présidé par M. Heyvaert.

Le Président rappelle que le Conseil européen a invité les banques centrales à modifier:

- l'Accord du 10 avril 1972 sur la réduction des marges de fluctuation entre les monnaies des Etats membres,
 - les règles concernant le soutien monétaire à court terme,
- conformément aux indications de la Résolution du 5 décembre 1978 sur le système monétaire européen (SME) et les questions connexes.

En ce qui concerne le premier sujet, les Gouverneurs disposent du Rapport No 43 établi par le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert. Le Président remercie M. Heyvaert et son groupe de ce travail et profite de l'occasion pour souligner que tout au long des discussions sur le SME, les Gouverneurs ont été toujours grandement aidés par les travaux de ce groupe.

Le Président propose au Comité, et ce dernier marque son accord, que des représentants de la BRI qui, en tant qu'Agent du FECOM, assurera désormais de nouvelles tâches, assistent également à la présente séance du Comité.

A. Examen du Rapport No 43 du groupe d'experts présidé par M. Heyvaert

Le Président invite M. Janson à introduire les discussions du Comité sur chacun des points du rapport par la présentation des résultats auxquels les Suppléants ont abouti lors de la séance du 11 novembre.

M. Janson fait remarquer, à titre préliminaire, que les Suppléants ont été conscients du caractère expérimental du système dont le fonctionnement devrait être réexaminé à l'issue d'un délai de six mois. Il conviendrait donc de considérer, dans cet esprit, les solutions que les Suppléants recommandent aux Gouverneurs.

1. Le numéraire

a) La fixation initiale des cours-pivots en Ecus

M. Janson souligne que ce problème présente des aspects techniques et politiques. Le fonctionnement du système nécessite la fixation des taux pivots pour toutes les monnaies de la CEE. Les pays du "serpent" ayant déjà décidé de maintenir les parités réciproques actuelles entre leurs monnaies, il conviendrait de fixer des cours-pivots pour les monnaies flottantes, participantes ou non participantes, pour déterminer les cours-pivots Ecus. Les Suppléants suggèrent que les responsables en cette matière, à savoir les Ministres et les Gouverneurs, abordent ce problème dès le 18 décembre.

Le Président met en relief que la fixation des cours-pivots Ecus ne peut se faire que par un accord mutuel et qu'il faudrait réfléchir à la procédure à prévoir à cette fin.

M. Clappier pense que la mise en oeuvre des déclarations d'intention qui ont été faites, il y a une semaine, au sujet des monnaies du "serpent" et du franc français, pourrait s'effectuer à l'issue de la prochaine session du Conseil du 18 décembre, ou à la fin de l'année, les mouvements du cours du dollar EU militant plutôt en faveur de cette seconde solution. En tout état de cause, il serait utile de discuter d'une procédure appropriée à l'occasion du Conseil du 18 décembre.

M. Baffi partage l'avis de M. Clappier. Il conviendrait cependant de retarder, aussi longtemps que possible, la fixation des cours-pivots. Au sujet des monnaies non participantes, on peut se demander si tous les pays concernés seraient prêts à déclarer un taux-pivot.

Le Président rappelle que le fonctionnement de l'indicateur de divergence exige un taux-pivot pour chacune des monnaies constituant le panier de l'Ecu.

M. Richardson reconnaît la nécessité de fixer un cours-pivot pour chacune des monnaies de la CEE. Il est enclin cependant à penser que pour ce qui est des monnaies non participantes, ces cours-pivots ne seraient pas déclarés, mais plutôt notifiés, et qu'ils devraient être fixés sur base des cours du marché en vigueur au moment de la fixation.

Le Président estime que si on retient pour la fixation des cours-pivots par exemple les cours du dernier jour ouvrable de l'année, c'est-à-dire le 29 décembre 1978, il faudra choisir le cours du marché d'une monnaie à partir duquel sera construit le cours-pivots en Ecus. Sera-ce le cours vis-à-vis d'une autre monnaie déterminée ou d'une moyenne d'autres monnaies?

M. Zijlstra juge utile, étant donné la compétence et les responsabilités des Gouverneurs, que ceux-ci donnent un conseil sur ce sujet.

Le Président partage cet avis; les Gouverneurs devraient faire une suggestion aux Ministres. Ils pourraient par exemple supposer qu'on parte des cours du marché du dernier jour ouvrable de l'année, proposer de fixer les cours-pivots des monnaies flottantes sur la base de la moyenne entre le cours le plus élevé et celui le plus faible dans le "serpent". Sans une telle précision, on risque de créer des incertitudes, sur le plan technique, quant à l'interprétation de la notion du cours du marché.

M. Balfour ne voit aucune difficulté technique. L'Ecu est défini de même manière que l'UCE dont la valeur en termes de chaque monnaie est calculée publiée quotidiennement. La notion de cours du marché est donc suffisamment précise et claire pour ne pas donner lieu à des incertitudes sur le plan technique. En revanche, apparaîtrait un problème de caractère politique dans le cas où un pays non membre du "serpent" désirerait fixer pour sa monnaie un cours-pivot Ecu à un niveau s'écartant du cours du marché.

M. Clappier partage l'avis de M. Balfour. Dans la mesure où les Ministres retiennent le principe du cours du marché, il faudrait prendre en considération ceux qui seront observés le 29 décembre à 14 h 30.

M. Jaans suggère d'attirer l'attention des Ministres sur le fait que, dans la mesure où on déclare des cours-pivots en Ecus également pour les monnaies non participantes, ces cours risquent de ne plus être en ligne assez rapidement avec les valeurs successives de l'Ecu dans les monnaies concernées.

Le Président pense que ce problème est d'une autre nature et pourrait être abordé plus tard.

M. Baffi réserve sa position sur le principe de fixer le cours-pivot Ecu sur la base des cours du marché, car dans le cas de la lire italienne il pourrait y avoir un intérêt de fixer ce cours-pivot à un niveau différent de celui du marché.

Le Président conclut que le Comité est d'accord pour:

- présenter la question au Conseil des Ministres des Finances à l'occasion de sa session du 18 décembre 1978,
- suggérer - tout en tenant compte de la réserve exprimée par M. Baffi - de choisir, comme taux-pivot en Ecus par les pays hors du "serpent", le taux vis-à-vis de l'Ecu tel qu'il sera calculé sur base des cours du marché le 29 décembre 1978 à 14 h 30.

b) Mode de calcul des valeurs successives de l'Ecu dans chaque monnaie

M. Janson indique que les Suppléants recommandent à l'unanimité de retenir les propositions faites par les experts dans leur Rapport No 43 (page 3, paragraphe 2).

Le Comité entérine cette recommandation.

2. Le mécanisme d'intervention

a) Fonctionnement de l'indicateur de divergence en cas de marges élargies et en cas de retrait temporaire ou de non-participation

M. Janson indique que les Suppléants recommandent de retenir, à titre expérimental, pour une période de six mois, les solutions suivantes:

- Dans le cas où une monnaie adopte une marge élargie, les seuils de divergence seraient calculés:
 - . pour la monnaie à bande élargie, sur la base des marges plus larges,
 - . pour les monnaies à bande étroite, comme si toutes les monnaies participaient au système, sur la base de marges de 2,25%.

On vérifierait toutefois l'information afin de déterminer si la divergence d'une ou plusieurs des monnaies à bande étroite s'explique exclusivement par le fait que la bande élargie est effectivement utilisée.

. si le comportement de la monnaie à bande élargie ne cache pas la divergence d'une autre monnaie (qui fluctue dans ce même sens).

- Dans le cas où des monnaies ne participeraient pas au système ou s'en retireraient temporairement, une méthode analogue serait appliquée, méthode qui est décrite à la page 5, troisième tiret du Rapport No 43 du groupe d'expert présidé par M. Heyvaert.

Les Suppléants recommandent cependant d'effectuer, au cours de la période expérimentale de six mois, des exercices de simulation sur deux autres formules décrites dans la même section du rapport, à savoir la formule du "gel de la valeur des monnaies absentes" (1er tiret) et celle de la construction d'un panier composé des seules monnaies participant au mécanisme de change (4e tiret) afin de permettre un jugement sur le fonctionnement des différentes formules à la fin de la période expérimentale de six mois.

M. Baffi indique que même si la Résolution du Conseil européen ne mentionne pas le cas d'un "retrait temporaire", il conviendrait de le maintenir dans les textes techniques en vue d'éviter une rupture dans le système le jour où un pays se retirerait à titre temporaire.

Le Président souligne que la méthode proposée par les Suppléants reposerait sur les écarts réels entre les cours-pivots et la valeur instantanée de l'Ecu dans chaque monnaie, écarts qui seraient toutefois corrigés de l'impact du comportement des monnaies à marge élargie ou flottantes.

M. Ortoli confirme que la possibilité d'un retrait temporaire n'a pas été prévue dans les textes officiels. Même si d'aucuns estiment qu'une telle hypothèse n'est pas impensable, il ne semble pas utile de l'introduire dans les textes techniques, l'essentiel étant de tenir compte pour le fonctionnement de l'indicateur de divergence, de l'évolution des monnaies absentes ou à marges élargies.

M. Hoffmeyer pense que la méthode recommandée par les Suppléants revient quant à ses effets pratiques, à la formule prévoyant un panier spécifique limité aux monnaies participantes, mais qu'elle a l'avantage sur cette dernière formule d'être mieux présentable d'un point de vue politique.

M. Janson indique qu'avec peut-être de légères différences, les effets sont effectivement presque les mêmes dans les deux formules. Les Suppléants ont eu pour souci de maintenir les neuf monnaies du panier aussi réellement que possible.

M. Murray n'a pas d'objection à l'égard des recommandations des Suppléants; il précise que dans l'hypothèse d'une participation de l'Irlande au mécanisme de change et indépendamment du choix de l'ampleur de la marge de fluctuation, la Central Bank of Ireland opérerait sur base d'un système de taux administrés en deçà des marges choisies. Ce système serait maintenu seulement aussi longtemps qu'il sera nécessaire pour éviter des conditions désordonnées sur le marché des changes de Dublin, extrêmement étroit et encore sous-développé.

M. Zijlstra tient à ce que le cas où le franchissement du seuil de divergence s'expliquerait exclusivement par le comportement d'une monnaie à marge élargie ou d'une ou des monnaies ne participant pas au mécanisme de change, soit reconnu comme une des circonstances spéciales qui justifient de ne pas prendre les mesures énumérées dans la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978.

Le Président constate que le Comité marque son accord sur les recommandations faites par les Suppléants avec la précision apportée par M. Zijlstra.

3. Le mécanisme de financement à très court terme

a) Sort des créances et dettes en UCME subsistant encore lors de la mise en vigueur du système monétaire européen

Le Comité entérine la recommandation des Suppléants et des experts de continuer d'appliquer les dispositions actuelles de l'Accord du 10 avril 1972 aux créances et dettes en UCME qui subsisteront encore lors de la mise en vigueur du système monétaire européen (cf. page 5, III, 1 du Rapport No 43 du groupe d'experts présidé par M. Heyvaert).

b) Cours de conversion des monnaies en Ecus

M. Janson indique que les Suppléants proposent aux Gouverneurs de retenir les propositions faites par les experts dans leur Rapport No 43, page 6, III, 2.

M. Zijlstra pense qu'à partir du moment où plusieurs monnaies de la CEE ne participeraient pas au mécanisme de change, l'utilisation de l'Ecu comme unité de comptabilisation des opérations d'intervention poserait certains problèmes; toutefois, en vue de permettre le démarrage du système et en espérant que toutes les monnaies représentées dans le panier pourront participer bientôt au mécanisme de change, M. Zijlstra lève sa réserve; il propose de revenir éventuellement sur ce point lors de la discussion du nouveau mode de règlement.

c) Taux d'intérêt applicable à l'endettement au titre du financement à très court terme

M. Janson signale que les Suppléants n'ont pas pu se mettre d'accord sur une formule.

- La majorité des Suppléants est en faveur de calculer ce taux sur la base des taux d'escompte de toutes les banques centrales de la CEE, pondérée selon le poids de leurs monnaies dans le panier constituant l'Ecu.

- Trois banques centrales préféreraient maintenir le système actuel.

Chacune des deux formules a ses mérites: la comparaison des résultats arithmétique ne permet cependant aucun jugement car ces résultats dépendent de la constellation des taux d'escompte qui est évidemment variable.

Le Président demande si les banques centrales de la minorité peuvent se rallier à l'opinion de la majorité.

M. Emminger déclare qu'il réserve sa position sur cette question.

M. Pöhl se demande si une majorité s'est vraiment dégagée en faveur de la moyenne pondérée des taux d'escompte de toutes les banques centrales de la CEE.

M. Janson indique que lors de la réunion du 11 décembre, les banques centrales, à l'exception de trois, se sont ralliées à la proposition que la Banca d'Italia a défendue seule au niveau des experts.

M. Richardson estime que la proposition de la majorité présente beaucoup de mérites. D'une part, elle tient compte du fait que toutes les monnaies sont représentées dans le panier de l'Ecu, d'autre part, elle permet de tenir compte de l'incidence des taux d'intérêt appliqués dans les pays non membres du mécanisme de change, ces taux étant normalement plus élevés. Cette dernière considération répond aussi à la préoccupation que M. Zijlstra a exprimée.

M. Janson indique que ce sont exactement les arguments présentés par M. Richardson qui ont convaincu la majorité des Suppléants. En effet, il semble logique de concevoir, en matière de rémunération de l'Ecu, une solution qui assure une concordance avec la valeur en capital de cette unité monétaire.

M. Hoffmeyer se rallie à la proposition majoritaire et reconnaît qu'elle est plus logique.

M. Murray pense que l'adoption de la solution présentée par la majorité pourrait être un geste que les Gouverneurs feraient pour marquer le rôle central de l'Ecu.

Le Président constate qu'à l'exception de M. Emminger qui maintient sa réserve d'attente, tous les Gouverneurs sont d'accord sur la formule avancée par la majorité des Suppléants.

4. Création d'avoirs en Ecus

a) Cours de conversion

M. Janson indique que les Suppléants recommandent aux Gouverneurs de retenir comme cours de conversion en Ecus du dollar le cours qui est calculé, chaque jour ouvrable, par les services de la Commission sur base des cours du dollar représentatif recueillis à 14 h 30 sur les places des pays membres de la CEE.

A la suite d'une question posée par M. Hall, le Comité précise que toutes les opérations de swap dollars contre Ecus s'effectueront valeur deux jours ouvrables et que le cours à appliquer serait celui en vigueur à la date de conclusion des opérations.

En ce qui concerne l'or,

- la grande majorité des Suppléants s'est prononcée en faveur de la formule avancée dans le Rapport No 39, c'est-à-dire de fixer le cours de conversion à 75% de la moyenne des cours de l'or, eux-mêmes convertis en Ecus, notés chaque jour aux deux "fixings" de Londres au cours des trois mois écoulés,
- une banque centrale maintient sa préférence pour retenir 100% de cette moyenne.

Le Président pense que du fait qu'il s'agit des opérations de swaps, le cours de conversion n'a pas d'effet patrimonial sur les bilans des banques

centrales; elle ne concerne que l'ampleur de la mobilisation d'un stock d'or pendant une période provisoire.

M. Emminger estime que le choix du cours de conversion n'est pas sans importance pour les bilans des banques centrales; il pourrait, en outre, préjuger d'autres décisions quant à l'utilisation de l'or. Il s'agit d'un problème très important qui doit être tranché par les banques centrales.

M. Clappier rappelle d'abord que dans son rapport au Conseil du 14 novembre 1978, le Comité des Gouverneurs s'est prononcé en faveur d'un cours qui serait "voisin et dérivé des prix du marché". Or, un taux de 75% des prix du marché ne pourrait plus être considéré comme voisin de ces prix. En outre, si l'on retenait le taux de 75% des prix du marché, on n'aboutirait qu'à une création initiale de 23 milliards d'Ecus, chiffre inférieur à celui des 25 milliards qui a été toujours retenu.

M. Clappier maintient une réserve formelle jusqu'au 18 décembre 1978, date de la prochaine séance du Comité.

b) Modalités opérationnelles des apports d'or

M. Janson indique que les apports d'or s'effectueraient sous forme de swaps (vente au comptant de métal au FECOM contre Ecus et rachat à terme de ce métal contre Ecus). Les opérations comporteraient une obligation de livraison de métal dont la forme (barre ou poids) serait à convenir par chaque banque centrale avec l'Agent.

En ce qui concerne la détention et la gestion du métal, les Suppléants proposent que la gestion de l'or livré soit confiée par le FECOM aux banques centrales qui l'ont livré, c'est-à-dire, l'or reste sous dossier des banques centrales qui n'en seront cependant plus en droit le propriétaire. Cette formule a été choisie en vue:

- d'éviter la communautarisation des risques,
- de ne pas entraîner une duplication des réserves brutes des banques centrales,
- de rendre aussi aisé que possible les opérations avec le FECOM.

La formule soulève cependant certaines difficultés, dans la mesure où l'or faisant l'objet d'un transfert de propriété serait déposé auprès de la Federal Reserve Bank of New York et pour autant que le transfert de propriété serait notifié à celle-ci. Dans ce cas, pourrait se poser un problème quant à

reconnaissance de la personnalité juridique du FECOM par les autorités américaines. Pour éviter ce problème, il serait utile de convenir d'une livraison loco Europe (Londres ou Paris). Si l'Agent n'a pas d'objection à cette formule, celle-ci pourrait être entérinée par le Comité.

Le Président pense que la formule proposée par les Suppléants présente plusieurs avantages. Elle évite à la fois un déplacement de l'or et un changement de déposant vis-à-vis des dépositaires, et facilite ainsi considérablement les opérations de swap or contre Ecus.

M. Klein indique que, comme il a été évoqué par M. Janson, les opérations en or soulèvent certains problèmes qui nécessitent des études approfondies:

- la reconnaissance de la personnalité juridique du FECOM: il s'agit d'un problème qui ne se pose que dans la mesure où l'or en question serait déposé aux Etats-Unis; en effet, le FECOM jouit de cette possibilité juridique auprès des Etats membres;
- le transfert de la propriété de l'or qui se trouve physiquement aux Etats-Unis est une question qui doit être jugée selon le droit américain;
- les responsabilités des banques centrales qui gèrent pour compte du FECOM l'or dont elles se sont désaisies au profit de celui-ci, ne fût-ce qu'à titre temporaire: une définition de l'étendue de ces responsabilités pourrait être nécessaire dans la mesure où éventuellement le droit applicable, qui serait probablement celui de la banque centrale auprès de laquelle l'or resterait déposé, ne paraîtrait pas suffisant.

A la suite des interventions faites par MM. Janson et Larre, le Président propose de retenir la formule avancée par les Suppléants, étant entendu que les précisions nécessaires quant aux responsabilités de l'Agent et au sujet des problèmes évoqués par M. Klein seraient mises au point aussi rapidement que possible par les juristes des banques centrales et de l'Agent. Dans la mesure où, au sujet de ces derniers problèmes, quelques doutes subsisteraient, les premières opérations de swap pourraient être effectuées loco Londres ou Paris.

Le Comité marque son accord sur cette proposition.

c) Modalités opérationnelles des apports de dollars

M. Janson indique que pour les apports de dollars, les Suppléants proposent une formule analogue à celle que le Comité vient d'entériner pour les apports d'or. Toutefois, outre le problème de la personnalité juridique du FECOM, il se pose celui du régime fiscal, problèmes qui devraient être résolus à moins qu'on n'accepte de ne transférer au FECOM que des créances en dollars n'ayant aucune relation avec les Etats-Unis, par exemple des créances conclues sur les marchés des Euro-dollars, formule toutefois qui ne semble guère souhaitable.

Le Président recommande d'entériner cette formule qui consisterait à confier aux banques centrales la gestion des avoirs et titres en dollars qu'elles transféreront au FECOM, sans changement de la forme et de la rémunération de ces actifs. Les autorités américaines seraient informées que la propriété des actifs qui resteraient sous dossier de la banque centrale concernée, a été transféré, à titre temporaire, sous forme de swap, au FECOM. Il conviendrait donc que les juristes mettent au point les modalités de cette solution.

M. Janson signale qu'une banque centrale préférerait que le FECOM gère les actifs qu'elle lui transférerait.

M. Hall se demande si l'Agent recueillerait des informations détaillées sur la nature des actifs en dollars faisant l'objet des opérations de swap.

Le Président indique que cette question devrait entrer dans les études sur les modalités précises qu'il vient de mentionner.

M. Pöhl pense que les problèmes juridique et fiscaux ne semblent pas d'une importance primordiale et ne devraient pas présenter de difficultés insurmontables.

La question essentielle est de choisir une forme pour les apports de réserves qui soit appropriée à l'objectif visé par ces opérations. Cet objectif consiste à créer des Ecus selon des procédures qui, à la fois, soient faciles et ne préjugent en rien les procédures que le futur fonds monétaire européen appliquerait en cette matière. La formule proposée par les Suppléants, c'est-à-dire la seconde formule décrite dans le Rapport No 43 du groupe présidé par M. Heyvaert, correspond tout à fait à ces exigences.

Le problème que pose cette formule quant à la rémunération des avoirs en Ecus pourrait être facilement résolu par une disposition qui s'inspirerait de la rémunération des DTS et qui présenterait l'avantage de pouvoir dissocier le taux de rémunération des avoirs en Ecus de celui du rendement sur les avoirs en dollars du FECOM.

M. Richardson signale que la formule que M. Pöhl a développée pour la rémunération des avoirs en Ecus a déjà recueilli l'accord des Suppléants. La remarque faite par M. Janson ne concernait que le souhait exprimé par la Banque de France de confier au FECOM la gestion des avoirs en dollars qu'elle lui transférerait, ce qui impliquerait, dans ce cas, que les recettes perçues par le FECOM sur ces avoirs en dollars soient reversées à la Banque de France.

M. Théron déclare que la Banque de France est prête à se rallier, au moins pour une période expérimentale de six mois, à la formule préconisée par la majorité, eu égard à la simplicité de cette formule et à son adoption par toutes les autres banques centrales.

M. Larre se demande s'il y aura un échange de lettres entre l'Agent et chacune des banques centrales, par lequel chaque banque centrale mettrait à la disposition de l'Agent les devises en question dont la gestion serait ensuite remise à la banque centrale intéressée. Dans ce cas, l'Agent aurait un rôle purement transparent et comptable et il appartiendrait au Conseil d'administration du FECOM de décider si ce transfert apparent de propriété suffit pour la création d'Ecus. Il se pose cependant la question de savoir si cet échange de lettres se ferait à l'insu des dépositaires des actifs en dollars.

Le Président pense que ce dernier point nécessite encore une étude approfondie par les juristes. Si une notification est nécessaire, les autorités américaines devront être contactées.

M. Larre indique que deux formules seraient concevables.

- Selon la première, les dépositaires américains recevraient notification du transfert de propriété à la BRI pour compte du FECOM; dans ce cas, le problème de la reconnaissance, par les autorités américaines, de la personnalité juridique du FECOM ne se pose pas;
- la seconde formule consisterait à effectuer le transfert de propriété à l'insu des autorités américaines.

Le transfert n'a pas le même caractère dans les deux formules.

Le Président explique qu'avec la formule proposée par les Suppléants au sujet de la rémunération des avoirs en Ecus, le rendement sur les avoirs en dollars dont la propriété serait transférée au FECOM resterait au profit des banques centrales qui effectuent le transfert. En contrepartie, seuls les Ecus accumulés par une banque centrale au-delà des avoirs créés contre leurs propres apports de réserves seraient producteurs d'intérêt.

M. Clappier se demande s'il ne serait pas concevable, le moment venu, de s'adresser aux autorités américaines en vue de faire reconnaître par celles-ci au FECOM un statut semblable à celui d'une banque centrale.

M. Klein fait remarquer qu'il s'agit là d'un problème du droit américain qui doit être étudié de manière plus approfondie.

M. Balfour rappelle que:

- l'Union européenne de Paiements était reconnue par les autorités américaines,
- les opérations du FECOM en tant qu'Agent des emprunts communautaires, qui ont été réalisées pour une bonne partie aux Etats-Unis, n'ont jamais soulevé de problèmes.

M. Hall indique que les opérations liées aux emprunts communautaires ont pris la forme de simples paiements de transit à travers des comptes existants et ouverts au nom de la BRI auprès de banques américaines. De cette façon, ni la reconnaissance de la personnalité juridique du FECOM ni le régime fiscal qui lui est applicable n'ont fait question.

M. Hall demande cependant si la formule proposée par M. Pöhl implique que l'Agent ne soit plus informé de la nature des actifs en dollars servant de contrepartie à la création d'Ecus.

M. Clappier estime qu'en vue de conserver au moins la fiction d'un transfert de propriété, il conviendrait que les banques centrales informent le FECOM de la nature des fonds qu'elles lui céderaient et des conditions de leur placement.

M. Pöhl confirme que la Bundesbank sera disposée à communiquer à l'Agent du FECOM les informations nécessaires quant à la nature des actifs.

Se référant à la suggestion faite par M. Clappier, M. Zijlstra propose d'approcher, au cours de la période intérimaire, le Fonds Monétaire International en vue de faire reconnaître le FECOM en tant que tiers détenteur de DTS, ce qui permettrait d'introduire éventuellement cet actif dans les opérations des banques centrales avec le FECOM.

M. Larre comprend que dans l'immédiat l'Agent n'a pas de mandat ni de régler avec les autorités américaines la question de la personnalité juridique du FECOM et du régime fiscal applicable, ni d'entrer en contact avec le FMI en vue de faire reconnaître au FECOM le statut de tiers détenteur de DTS.

M. Magnifico se demande si le FECOM devrait être autorisé à modifier le mandat de gestion donné aux banques centrales.

Le Président répond que le mandat à donner aux banques centrales sera précisé par le Conseil d'administration du FECOM auquel il appartiendra également de décider, le cas échéant, d'une modification.

d) Autres dispositions

M. Janson indique que, parmi les Suppléants, certains appuient la formule proposée par les experts, c'est-à-dire de mettre en oeuvre les premières opérations de swap au plus tard le dixième jour ouvrable de janvier 1979. Pour des raisons essentiellement pratiques, la majorité préfère un délai plus long.

M. Heyvaert fait remarquer que la formule adoptée pour les apports d'or et de dollars ne paraît plus justifier un délai plus long.

Le Président constate l'accord du Comité sur la remarque faite par M. Heyvaert.

5. Rémunération des Ecus

Le Comité entérine la suggestion faite par les Suppléants selon laquelle les utilisateurs nets d'Ecus paient un intérêt européen aux accumulateurs nets d'Ecus. La décision relative au taux applicable reste en suspens en raison de la réserve d'attente de M. Emminger au sujet de l'adoption de la moyenne pondérée des taux d'escompte de toutes les banques centrales de la CEE.

6. Utilisation des Ecus dans les règlements intracommunautaires

M. Janson indique que les Suppléants n'ont pu se mettre d'accord sur une proposition unanime.

- Quelques banques centrales veulent éviter d'accumuler des Ecus en quantité excessive.

- Les autres, en revanche, estiment que l'Ecu devrait être l'instrument de règlement prioritaire, excluant même l'utilisation d'autres actifs de réserve dans les règlements intracommunautaires.

Les Suppléants ont cependant autorisé leur Président à présenter, à titre personnel, une proposition de compromis qui prévoit:

- que le créancier accepte que ses créances soient réglées jusqu'à concurrence de 50% en Ecus,
- que le débiteur peut régler ses dettes jusqu'à concurrence de 50% en Ecus,
- que le solde non réglé en Ecus serait réglé selon la composition des réserves brutes du débiteur,
- que si le débiteur ne dispose plus d'une quantité suffisante d'Ecus, il peut se procurer les montants nécessaires en Ecus auprès des banques centrales qui en ont accumulés.

Cette solution qui serait applicable durant une période intérimaire, par exemple six mois, n'est pas parfaite, mais elle permettrait de faire démarrer le système et évite le risque que d'autres instances communautaires cherchent à intervenir dans les controverses.

M. Clappier demande si la formule de M. Janson exclut qu'une banque centrale qui a épuisé ses avoirs en Ecus puisse se procurer de nouveaux Ecus moyennant des apports supplémentaires au FECOM.

M. Janson répond que cette possibilité s'offrirait au débiteur en second lieu, c'est-à-dire si les accumulateurs nets d'Ecus veulent préserver leurs avoirs en Ecus et ne veulent donc pas les céder au débiteur contre d'autres actifs.

M. Clappier en conclut que la formule de M. Janson aura pour effet de geler le montant d'Ecus circulant dans le système à 20% des réserves détenues par les banques centrales.

M. Janson répond que les effets pratiques de sa formule dépendront de l'évolution qui se produira à l'avenir en matière d'intervention et de règlement, en particulier l'ampleur des soldes à régler et la proportion dans laquelle les banques centrales voudront utiliser leurs Ecus (puisque le taux de 50% ne représente que la limite supérieure).

Se référant à la discussion entre M. Janson et M. Clappier, M. Larre demande si l'Agent serait autorisé à créer, au nom du FECOM, des Ecus sur simple

demande des banques centrales et en contrepartie d'un gage en or et devises qui semble assez léger.

M. Janson répond que l'Agent n'assumera aucune responsabilité en cette matière du fait de son rôle d'intermédiaire entre le FECOM et les banques centrales; celles-ci pourront demander la création d'Ecus dans les limites fixées par les règles du système.

M. Hoffmeyer se demande si l'augmentation des avoirs en Ecus dans l'ensemble du système, suite à de nouveaux apports de réserves, ne posera pas de problèmes en ce qui concerne l'application de la formule de la rémunération de ces avoirs sur une base nette.

M. Janson répond que les problèmes ne devraient pas se poser dans la mesure où il sera clairement entendu que seul le solde entre le montant des Ecus détenus par une banque centrale et le montant des Ecus créés contre ses propres apports de réserves donnera lieu à la réception ou au versement d'intérêt.

M. Pöhl pense que la proposition faite par M. Janson pour les règlements n'est qu'une des trois possibilités discutées par les Suppléants; elle présente le désavantage d'accorder au débiteur un choix unilatéral excessif qui semble difficilement acceptable. La formule prévoyant des règlements exclusivement en Ecus, correspondrait à la logique du système, mais aurait éventuellement pour effet d'entraîner une répartition inégale des Ecus dans le système et par conséquent de conduire à la création d'Ecus supplémentaires.

Il semble préférable de maintenir, au moins dans la phase initiale, un rapport relativement stable entre les avoirs en Ecus et les autres actifs de réserves de chacune des banques centrales. A cet effet, on pourrait partir de la première formule proposée dans le Rapport No 39 du groupe présidé par M. Heyvaert (page 12) et prévoir que chaque banque centrale dont les avoirs en Ecus tomberaient au-dessous d'un certain pourcentage de ses réserves, par exemple 15%, devrait reconstituer ces avoirs à due concurrence moyennant un rachat d'Ecus contre actifs de réserve auprès des banques centrales qui en auraient accumulés. Les banques centrales ne pourraient effectuer un nouvel apport d'or et de dollars au FECOM pour se procurer les Ecus nécessaires que dans le cas où ces rachats auprès de partenaires ne seraient pas possibles. En outre, on devrait prévoir que toute autre formule de règlement resterait possible par accord mutuel.

Le Président pense que la proposition de M. Pöhl va à l'encontre des décisions prises par le Conseil européen et le Conseil des Ministres des Finances, lequel a éliminé, lors de la dernière session du 20 novembre, l'idée de la reconstitution. Comme il ressort de la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978, celui-ci a adopté le principe d'un rapport stable de 20% entre les réserves en dépôt auprès du FECOM et l'ensemble des réserves détenues par chacune des banques centrales.

M. Zijlstra pense que rien dans la Résolution du Conseil européen n'exclut la possibilité d'une obligation de reconstitution.

Le Président indique que la Résolution est rédigée en termes positifs et n'énumère donc pas les possibilités qui sont exclues. En outre, lors de la dernière session du Conseil des Ministres des Finances, la Présidence allemande a voulu introduire une obligation de reconstitution, qui a été écartée par le Conseil.

M. Emminger admet que la note que la présidence du Conseil des Ministres des Finances a soumise au Conseil européen, ne fait pas mention d'une obligation de reconstitution, mais le Conseil des Ministres des Finances n'a pris aucune décision contre une telle obligation. Il faut donc partir du texte de la Résolution du Conseil européen, lequel n'exclut pas l'application d'une formule telle qu'elle a été proposée par M. Pöhl.

M. Clappier partage l'opinion exprimée par M. Emminger; la Résolution du Conseil européen ne mentionne pas l'obligation de reconstitution périodique du fait qu'à son avis ce problème a été déjà réglé par les Ministres lors de la session de novembre, dans le sens que tous les trois mois, les avoirs en Ecus détenus en cas de besoin seraient reconstitués.

Le Président indique que la procédure d'ajustement mentionnée par M. Clappier s'applique aux apports de dollars et d'or des banques centrales au FECOM et qu'elle est destinée à assurer que les banques centrales maintiennent au moins 20% de leurs réserves, sous forme de swap, auprès du FECOM, quel que soit l'usage fait des Ecus créés en contrepartie de ces réserves. Il n'est dit nulle part qu'au cours de la phase initiale du SME un rapport stable entre les avoirs en Ecus et l'ensemble des réserves de chacune des banques centrales doit être maintenu.

M. Zijlstra confirme que le texte que les Ministres des Finances ont présenté au Conseil européen prévoit qu'une procédure de reconstitution

périodique assurera que chaque banque centrale déposera au moins 20% de ses réserves auprès du FECOM. Il pense que les propositions pour le mode de règlement faites respectivement par M. Janson et par M. Pöhl ne sont pas en concordance avec cette décision mais qu'elles pourraient être combinées.

M. Murray pense que la Résolution ne prévoit un pourcentage de 20% que pour la création initiale d'Ecus, mais qu'elle n'exclut pas une création supplémentaire au cas où un pays a épuisé ses avoirs en Ecus. On pourrait par conséquent concilier aisément les différents points de vue.

M. Pöhl indique qu'il ne remet pas en cause les décisions prises par le Conseil européen quant aux ajustements périodiques des réserves maintenues en dépôt auprès du FECOM. Il faut cependant distinguer cette question de celle de la manière dont les Ecus peuvent être utilisés dans les règlements intracommunautaires et rachetés entre partenaires. A cet égard, les banques centrales sont libres de convenir par accord mutuel de maintenir en permanence un certain pourcentage de leurs réserves en Ecus et de rendre les Ecus négociables entre elles. Ainsi, les banques centrales qui devraient faire face à un besoin en Ecus, se procureraient cet instrument auprès des banques centrales qui en auraient en excès, et de la sorte on assurerait une répartition plus équilibrée d'Ecus entre les banques centrales.

M. Théron pense que le mode de règlement proposé par M. Pöhl signifierait que les règlements en Ecus dévêtiraient un caractère fictif et que les règlements effectifs s'effectueraient en d'autres actifs de réserve.

M. Balfour estime que la question essentielle est de savoir:

- si chaque banque centrale doit utiliser 20% de ses réserves pour la création d'avoir en Ecus, en contrepartie d'apports au FECOM,
- ou si chaque banque centrale doit maintenir un encours d'avoirs en Ecus correspondant à 20% de ses réserves, lors de chaque ajustement ou même presque en permanence.

La première interprétation n'exclut pas que chaque banque centrale qui a épuisé ses avoirs en Ecus, puisse soit faire de nouveaux apports de réserves au FECCM, augmentant ainsi au-delà de 20% ses réserves maintenues en dépôt auprès du FECOM, soit racheter des Ecus auprès d'autres banques centrales.

Le Président estime qu'il ne peut pas y avoir de controverse au sujet de l'obligation de maintenir 20% des réserves en dépôt auprès du FECOM,

moyennant une procédure d'ajustement périodique. En ce qui concerne le mode d'utilisation des Ecus créés en contrepartie de la remise de ces réserves, la Résolution est très brève en disant que l'Ecu servirait de moyen de règlement entre les autorités monétaires de la CEE. Par conséquent, il appartient aux banques centrales de mettre au point les modalités de règlement et de trouver une formule qui réconcilie les vues existant à ce sujet.

M. Magnifico déclare que la Banca d'Italia sera prête à se rallier à la formule proposée par M. Janson, étant entendu que le débiteur serait autorisé à régler ses dettes jusqu'à concurrence de 50% en Ecus. Toutefois, la formule en question n'est acceptée qu'à titre de compromis car la Banca d'Italia continue de penser que l'Ecu en tant que moyen de règlement devrait avoir le même rang que les autres actifs de réserve et pouvoir être utilisé jusqu'à concurrence de 100% de la dette à régler.

Au sujet de la question d'une éventuelle obligation de reconstitution, M. Magnifico fait remarquer que ni la Résolution du Conseil européen ni la note de la Présidence allemande du Conseil des Ministres des Finances de la CEE, qui a été soumise au Conseil européen, ne prévoient l'obligation pour chaque banque centrale de maintenir en permanence une relation stable entre les avoirs en Ecus et l'ensemble des réserves monétaires; une telle obligation aurait, en effet, pour conséquence de rendre complètement fictif le rôle de l'Ecu en tant que moyen de règlement et reviendrait à effectuer les règlements en or et en dollars.

Le Président propose de retenir la formule proposée par M. Janson pour une période de six mois, sous réserve d'un réexamen à l'expiration de cette période et d'une révision éventuelle à la lumière des expériences faites au cours de cette première période.

M. Clappier se déclare disposé à accepter la formule de M. Janson à condition qu'il soit entendu qu'une banque centrale aurait, outre la faculté de racheter des Ecus auprès d'autres banques centrales, celle de se procurer des Ecus au moyen de nouveaux apports de réserves au FECOM.

M. Emminger indique que, vu la nécessité d'aboutir à une décision, il est également disposé à accepter la formule proposée par M. Janson pour une période expérimentale d'un an, au terme de laquelle on réexaminerait et éventuellement modifierait la méthode dans la mesure où elle aurait eu pour effet d'entraîner une répartition déséquilibrée des avoirs en Ecus.

Le Président conclut que les Gouverneurs sont d'accord:

- pour que les règlements s'effectuent en Ecus jusqu'à concurrence de 50% de la dette à régler,
- pour qu'une banque centrale qui ne disposerait pas d'assez d'Ecus pour ses règlements intracommunautaires, se les procurerait auprès d'autres banques centrales qui en ont trop accumulé, sans exclure la possibilité de se constituer de nouveaux avoirs en Ecus contre apports supplémentaires d'or et de dollars auprès du FECOM,
- pour qu'au terme d'une période d'un an, le fonctionnement du mécanisme de règlement soit réexaminé et éventuellement révisé à la lumière des expériences faites pendant cette période.

A la suite des interventions faites par MM. Emminger et Clappier, le Comité précise que la banque centrale qui a besoin d'Ecus aux fins d'un règlement intracommunautaire n'est pas obligée de se procurer les montants d'Ecus nécessaires auprès d'autres banques centrales et qu'elle jouit dans ce domaine d'une faculté. Le Comité marque également son accord sur la constatation faite par M. Larre, lequel retient des discussions des Gouverneurs:

- que l'Agent devra être mise en mesure d'identifier l'existence des apports d'or et de dollars au FECOM, ce qui entraînera d'ailleurs une comptabilité assez détaillée,
- que l'Agent serait autorisé à créer, à la demande de chaque banque centrale, entre deux ajustements périodiques, de nouveaux avoirs en Ecus, sans être tenu de vérifier notamment si la banque centrale effectuant des apports supplémentaires d'or et de dollars a fait des démarches préalables auprès d'autres banques centrales en vue d'un rachat d'Ecus

7. Utilisation des Ecus à l'achat de monnaies

Sur recommandation unanime des Suppléants, le Comité entérine les propositions que les experts ont faites à ce sujet dans leur Rapport No 43, page 13 (Section D).

8. Ajustements périodiques

Sur recommandation unanime des Suppléants, le Comité retient les modalités décrites à la pge 13 (dernier alinéa) du Rapport No 43 du groupe d'experts.

9. Liquidation du mécanisme de règlement

M. Janson indique que la formule recommandée par les Suppléants prévoit:

- qu'au terme de la période transitoire de deux ans, toutes les opérations de swap seront dénouées définitivement,
- qu'à ce moment, les banques centrales utilisatrices nettes d'avoirs en Ecus se procureront, auprès des banques centrales accumulatrices nettes, les Ecus nécessaires pour dénouer leurs opérations de swap,
- que ces rachats se feraient:
 - . soit contre cession de la monnaie des détenteurs nets d'Ecus,
 - . soit contre vente d'actifs de réserve,
 - . soit selon d'autres modalités convenues entre les parties intéressées.

Le Président constate que le Comité approuve les modalités décrites par M. Janson.

* * *

Le Président signale qu'il informera, au nom des Gouverneurs, les Ministres des Finances de la CEE, lors de leur session du 18 décembre, du fait que les Gouverneurs ont pris, conformément à la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978, les décisions nécessaires pour la mise en oeuvre du système monétaire européen. A la demande de M. Zijlstra, il est précisé que ces décisions ne pourront plus faire l'objet de propositions d'amendement de la part du Comité monétaire.

Le Comité prend acte cependant de l'intervention faite par M. Richardson, lequel déclare que tout en approuvant les décisions retenues quant aux modalités des apports de réserves au FECOM, il doit réserver sa position jusqu'au 18 décembre du fait qu'au Royaume-Uni les réserves extérieures sont, par statut, la propriété du Trésor.

B. Mise au point et signature des textes officiels nécessaires pour la mise en oeuvre du système monétaire européen

Le Président signale que les décisions prises ce jour seront consignées dans le procès-verbal de la présente séance; celui-ci servirait de base

pour l'élaboration, avec l'aide de juristes, des textes officiels que les Gouverneurs seraient appelés à signer lors de la prochaine séance en janvier.

M. Janson indique que l'étude des Suppléants sur cette question a abouti à la conclusion qu'il faut notamment procéder à une révision complète de l'Accord du 10 avril 1972. Une esquisse du nouvel accord a été préparée et sera à la disposition des Gouverneurs.

M. Clappier souhaiterait que les textes officiels puissent être signés avant la fin de l'année et qu'au moins ils puissent être examinés lors d'une réunion que les Gouverneurs pourraient tenir en marge de la session du Conseil des Ministres du 18 décembre.

Le Président doute que la mise en forme de toutes les nouvelles dispositions soit possible dans des délais aussi courts. En outre, les Gouverneurs devront certainement faire examiner soigneusement les textes avant de les signer.

M. Clappier indique qu'il pense notamment aux textes de base, par exemple l'Accord sur le soutien monétaire à court terme.

M. Janson signale que l'aménagement du texte de l'Accord instituant le soutien monétaire à court terme pourrait être effectué très rapidement, car cet aménagement ne porterait que sur la durée et les montants des facilités de crédit. En outre, il conviendrait de régler, pour les pays non participant au mécanisme de change, la question des droits de tirage et des obligations de financement. A cet égard, il semble y avoir un accord selon lequel le relèvement des facilités de crédit à court terme n'aurait aucun effet pour ces pays.

M. Ortoli confirme l'existence de cet accord, qui ne devrait toutefois pas figurer dans les textes officiels.

Le Président promet de faire mettre au point les textes de base d'ici lundi 18 décembre 1978, pour que les Gouverneurs puissent en prendre connaissance lors d'une courte séance et d'un déjeuner à la Banque Nationale de Belgique. Les dispositions d'application des textes de base, en revanche, seraient élaborées par les experts ultérieurement, et seraient adoptées lors de la séance de janvier.

Le Comité marque son accord sur la procédure proposée par le Président.

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 séance du Comité de janvier.

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

Ce point n'est pas traité du fait que plusieurs banques centrales ont déjà renouvelé leurs accords de swap.

VI. Analyse de la 114e 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 la Banque Nationale de Belgique à Bruxelles, le lundi 18 décembre 1978, à la suite de la discussion du Conseil des Ministres des Finances sur le système monétaire européen.

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

NOVEMBRE 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 novembre et les premiers jours de décembre 1978.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Les marchés de change ont été dominés par la forte et brutale remontée du dollar.

En effet, le dollar des Etats-Unis, qui était la veille à ses plus bas niveaux sur la plupart des places, a réagi en hausse très rapide le 1er novembre aux mesures annoncées par le Président Carter pour en assurer la défense contre les attaques spéculatives. Prenant de court les opérateurs, largement à découvert sur la monnaie américaine, ce programme, appuyé sur la mobilisation de moyens sans précédent, a permis une remontée des cours de l'ordre de 8% en deux jours seulement.

La détermination des Etats-Unis s'est manifestée par un tirage de \$3 milliards en yens et en marks allemands sur le Fonds Monétaire International et par une action de soutien très importante de la part de la Banque de Réserve Fédérale de New York. Ont également joué en faveur de la monnaie américaine, la persistante orientation à la hausse de ses taux de rémunération (relèvement de $8\frac{1}{2}$ à $9\frac{1}{2}$ % du taux d'escompte et de $10\frac{1}{2}$ à $11\frac{1}{2}$ % du taux de base bancaire), ainsi que les récentes prévisions de l'OCDE faisant état à la fois

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

d'une contraction des excédents des paiements extérieurs allemands et japonais et d'une diminution du déficit américain pour l'année prochaine. En sens inverse, la perspective, pour 1979, de la persistance d'un rythme d'inflation relativement élevé a fait mauvaise impression.

En définitive, bien que la pente de sa remontée se soit nettement infléchie et même ait été épisodiquement interrompue, la monnaie des Etats-Unis s'inscrit pour le mois en hausse moyenne supérieure à 10%, avec de sensibles divergences selon les places. Elle se retrouve ainsi à son niveau du début octobre contre les monnaies du "serpent" et à celui de l'été dernier sur bon nombre d'autres places. Ce sont évidemment les monnaies activement recherchées au plus fort des attaques contre le dollar qui ont été les plus sensibles au redressement de ce dernier.

Dans le "serpent" européen, le retournement de l'évolution du dollar a eu pour effet de dissiper les tensions du fait du repli du mark allemand de 10,6% contre dollar.

C'est ainsi que la monnaie allemande s'est trouvée durablement la plus faible du dispositif, faisant l'objet d'achats notables soit à sa limite inférieure, soit en deçà, par d'autres banques centrales du bloc européen. Il s'est ensuite raffermi progressivement pour terminer dans une position médiane.

La couronne danoise a été certainement la mieux placée des monnaies du "serpent", suivie par la couronne norvégienne, les deux devises scandinaves bénéficiant en effet des réajustements de parités intervenus en octobre. A l'inverse, le franc belge et le florin ont été moins bien placés: dans les derniers jours de novembre, celui-ci s'est néanmoins rapproché du mark.

En première ligne au moment de la spéculation contre le dollar, le franc suisse s'est inscrit en profond repli contre toutes monnaies, perdant 15,1% contre dollar.

L'action de la Banque Nationale Suisse y a contribué. Cette évolution a permis au mark allemand de se situer à Zurich très largement au-dessus du seuil de FS 0,80 puisqu'il est passé de FS 0,8550 à FS 0,90.

La livre sterling, après un repli initial dû aux difficultés des autorités pour faire respecter la politique salariale, a par la suite bénéficié du brutal relèvement (de 10 à 12½%) du taux d'escompte et d'informations favorables concernant la balance commerciale. De ce fait, son repli contre dollar reste des plus modiques (-7,1%).

Le franc français a réagi avec modération au renversement de tendance sur les marchés de change: n'ayant pas fait l'objet de prises de position notables avant le 1er novembre, il n'a pas eu à en subir le retournement. Sa baisse contre dollar n'a pas dépassé 9,8%, soit un pourcentage légèrement inférieur à celui constaté sur la plupart des places du bloc européen.

La lire italienne et la couronne suédoise ont fait preuve d'une particulière résistance à la reprise du dollar, puisque leur dépréciation contre celui-ci s'établit respectivement à 7,6% et à 8% seulement.

En revanche, le yen japonais, bien qu'il ait marqué au départ une certaine stabilité, a finalement enregistré un recul de 11,2% contre dollar. Moins sensible que le franc suisse aux comportements spéculatifs, il a été affecté par l'annonce d'une contraction des excédents commerciaux au Japon vis-à-vis des Etats-Unis.

Enfin, le dollar canadien, épaulé par un nouveau relèvement de $10\frac{1}{4}$ à $10\frac{3}{4}$ % du taux d'escompte, suivait de très près l'évolution de la monnaie des Etats-Unis, s'inscrivant donc en très vive reprise contre toutes les autres.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

La mise en oeuvre, le 1er novembre, du plan Carter a été l'occasion de très importants achats de dollars par les banques centrales, en vue d'en faciliter la remontée.

La Banque de Réserve Fédérale de New York est intervenue massivement pour soutenir sa monnaie, à concurrence de plus de 3 milliards de dollars par cessions de marks allemands pour 80%, de francs suisses et de yens pour le reste. Le volume des opérations effectuées par les Etats-Unis est pratiquement équivalent à celui des achats nets effectués par les autres banques centrales.

Les banques centrales du "serpent" ont été acheteuses nettes de près de 500 millions de dollars, le Danemark et la Norvège étant les acheteurs les plus notables. Surtout importants durant la première quinzaine du mois, les achats de la Deutsche Bundesbank ont été plus que compensés par les ventes, celles-ci se répartissant à parties égales entre des ventes proprement dites et des cessions au titre des conversions d'emprunts en marks par des non-résidents.

Intervenant le plus souvent en symétrie de l'action de la Banque de Réserve Fédérale de New York, les achats de la Banque Nationale Suisse très importants, ont été pour moitié compensés par des cessions au titre des exportations de capitaux.

Les montants des interventions de la Banca d'Italia à l'achat ont été du même ordre, laissant également un solde nettement positif. Celles de la Banque de France ont été nettement moindres, cependant qu'achats et ventes de la Bank of England se compensaient pratiquement.

Enfin, le Japon est resté le plus important acheteur net de dollars, ses interventions étant pour l'essentiel concentrées au tout début du mois. Le Canada est demeuré vendeur net de dollars EU.

III. INTERVENTIONS PORTANT SUR LES MONNAIES EUROPEENNES

En raison de la modération des tensions à l'intérieur du "serpent", les opérations en monnaies communautaires dans le cadre de celui-ci ont été relativement peu importantes, soit légèrement inférieures à l'équivalent de 500 millions de dollars, dont 15% aux limites par ventes de couronnes danoises contre marks allemands et, accessoirement, francs belges. A l'intérieur des limites, le mark a fait l'objet d'achats essentiellement contre francs belges et couronnes danoises et marginalement contre florins, le florin d'achats contre couronnes danoises pour un faible montant.

Par ailleurs, ont acheté des marks, la Banque de France et la Sveriges Riksbank.

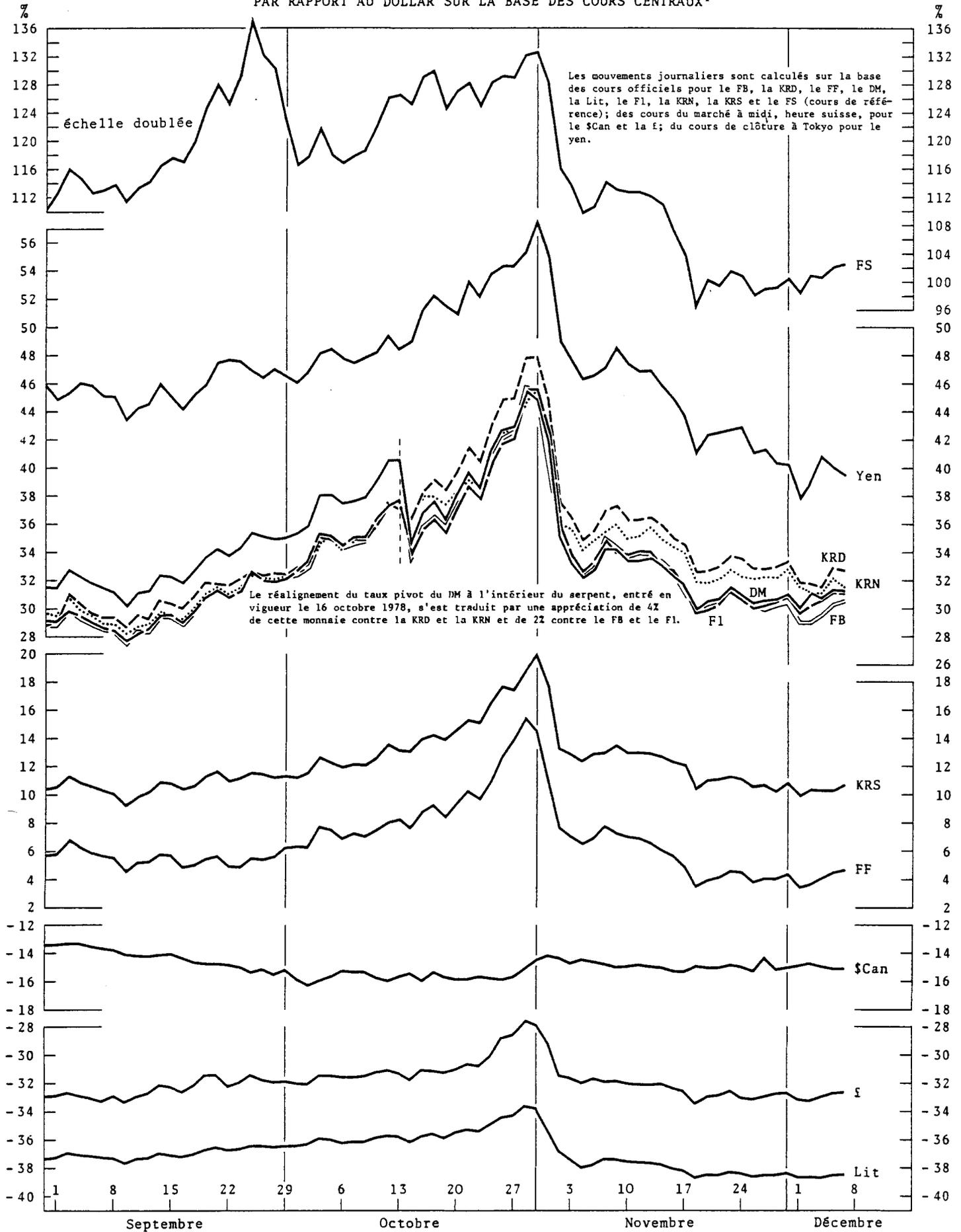
* * *

Une correction de l'évolution notée en novembre a été enregistrée dans les premiers jours de décembre.

Le dollar des Etats-Unis a en effet perdu du terrain sur plusieurs places, notamment à Zurich (-1,4%) et à Tokyo (-1,3%) où il s'était redressé le plus, et dans une moindre mesure à Francfort (-0,6%). Son recul a été inférieur à un demi pourcent à Paris et à Londres.

En revanche, la monnaie américaine a enregistré une légère progression à Copenhague et à Oslo, ce qui a finalement amené un resserrement des positions entre monnaies du "serpent".

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

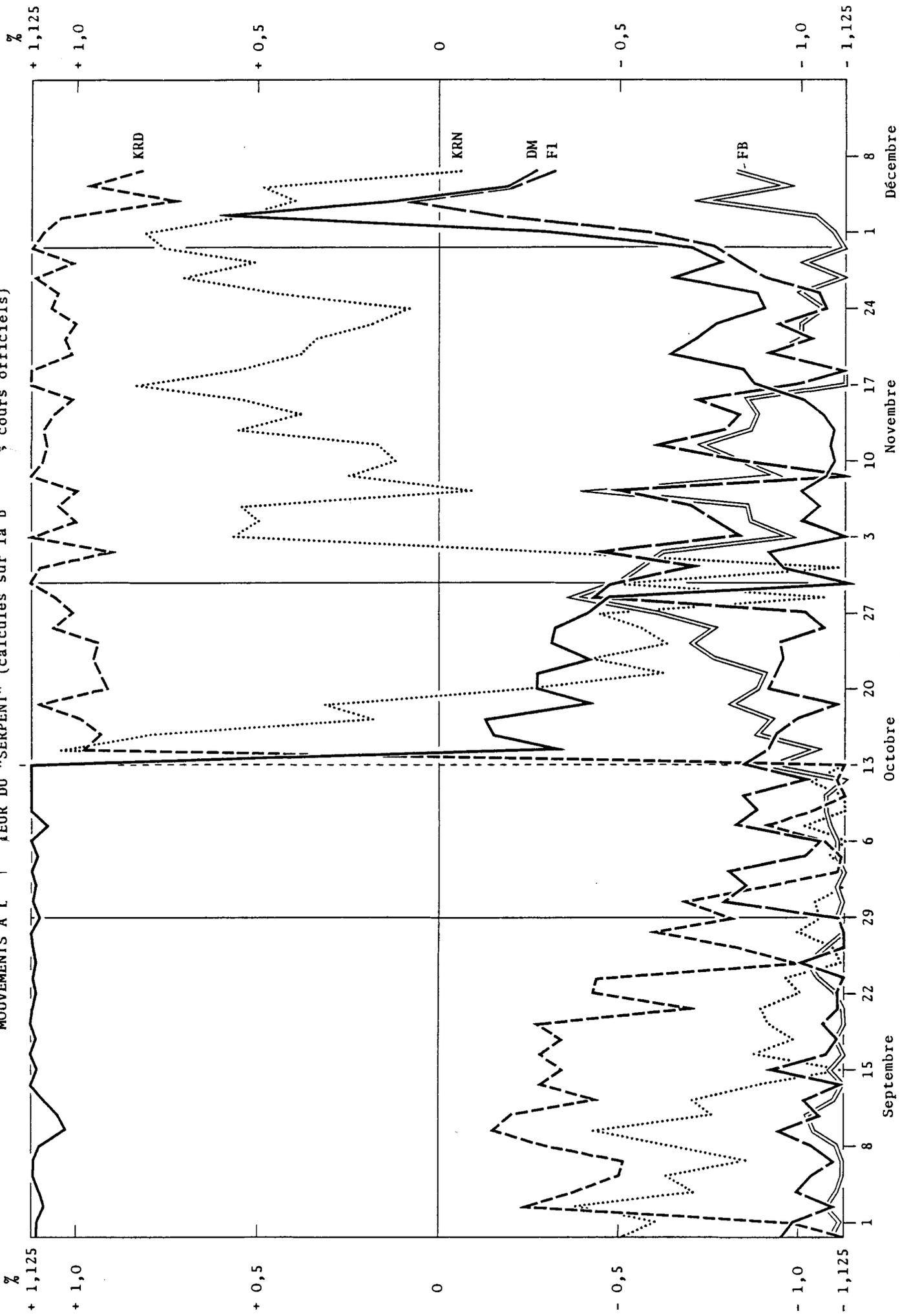


* Effectif, 1 dollar EU = FF 4,60414.

* 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.

MOUVEMENTS ALÉATOIRES DU "SERPENT" (calculés sur la base des 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 KRD et la KRN et de 2% contre le FB et le F1.