

PROCES-VERBAL \*  
DE LA CENT-VINGT-SIXIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BRUXELLES, LE LUNDI 30 OCTOBRE 1978 A 10 HEURES 30

---

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. de Strycker, accompagné par MM. Janson, Vanden Branden, Rey et Michielsens; 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 Rieke; 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. 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 Boot; 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 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.

I. Approbation du procès-verbal de la 125e séance

Le procès-verbal de la 125e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet, sous réserve de quelques légères modifications de caractère rédactionnel.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 12 décembre 1978, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

## II. Poursuite de l'examen du projet d'établissement d'un nouveau système monétaire européen et mise au point du rapport du Comité des Gouverneurs au Conseil

Le Président rappelle que le Comité doit soumettre un rapport au Conseil des Ministres avant la session du 20 novembre 1978. Ce rapport devra être approuvé par le Comité lors de sa séance du 14 novembre et, afin qu'un projet de rapport puisse être établi, il conviendrait de discuter tous les éléments qui sont susceptibles d'être traités dans ce rapport et qui ne sont pas encore réglés. Il s'agit notamment des deux questions principales suivantes:

- l'adaptation du crédit intracommunautaire pendant la période transitoire du système monétaire européen: à ce sujet, les Gouverneurs disposent d'une note introductive établie par la Banque Nationale de Belgique en date du 23 octobre 1978;
- les effets à attacher à l'indicateur de divergence: cette question fait l'objet d'une note également de la Banque Nationale de Belgique, datée du 23 octobre 1978 et intitulée "La grille de parités combinée avec l'indicateur de divergence; signification du compromis belge"; en outre, les Gouverneurs ont reçu, à titre d'information, deux exercices d'application de l'ECU indicateur de divergence présentés respectivement par M. Lamfalussy et par la Banque Nationale de Belgique.

A ces deux questions principales, s'ajoutent plusieurs autres qui n'ont pas fait l'objet jusqu'à présent d'une discussion du Comité.

M. Mosca suggère que le Comité étudie également les deux propositions de règlement concernant respectivement l'institution d'un système monétaire européen et la modification de la valeur de l'unité de compte utilisée par le FECOM. Afin que les deux textes puissent être adoptés par le Conseil avant la fin de l'année, il faudrait que le Conseil d'administration du FECOM présente son avis pour la session du Conseil des Ministres du 20 novembre.

### A. Débat sur l'adaptation des crédits intracommunautaires

#### 1. Volume des crédits

Le Président rappelle que l'examen du volume du soutien monétaire à court terme doit tenir compte:

- de l'ampleur du concours financier à moyen terme (qui ne relève pas de la compétence des Gouverneurs),

- de la signification des quotes-parts débitrices dans le soutien monétaire à court terme pour la faculté de renouvellement automatique des opérations de financement initial à très court terme.

Deux approches ont été présentées lors de la dernière séance; elles aboutissent à une enveloppe globale de 25 milliards d'ECU en impliquant une extension très variable du soutien monétaire: l'une prend en considération les obligations de financement des créances tandis que l'autre regarde les possibilités de tirage des débiteurs. Ces approches sont exposées dans le tableau 1 annexé à la note établie par la Banque Nationale de Belgique; le tableau 2 de cette note présente une troisième approche ("système rénové") qui prévoit que l'octroi du soutien ne serait plus financé par les banques centrales, mais par le FECOM, celui-ci livrant des ECU au bénéficiaire (éventuellement sous forme de swaps contre monnaie nationale). Selon la variante A de cette formule, on n'atteint qu'un volume de crédit maximal théorique de 13,7 milliards d'ECU dans le soutien monétaire, tandis que la variante B porte ce maximum à 20 milliards d'ECU.

M. Richardson félicite le Président de la note que la Banque Nationale de Belgique a établie et qui devrait faciliter, par sa clarté, les discussions du Comité. Ces discussions devraient commencer par la question de savoir si le "système rénové" ne serait pas préférable aux deux autres approches. En effet, ce "système rénové" semble répondre aux préoccupations exprimées dans le communiqué de Brême de conférer à l'ECU le rôle d'un instrument de règlement intracommunautaire.

M. Zijlstra exprime également ses félicitations pour le travail accompli par la Banque Nationale de Belgique. En ce qui concerne la question du "système rénové", il doute que ce système puisse être mis en oeuvre le 1er janvier 1979, étant donné les problèmes que soulève la création d'ECU sur le plan pratique et juridique.

M. Mosca marque sa sympathie pour la formule du "système rénové" qui est d'ailleurs très semblable à la formule proposée par la Commission en 1973. De l'avis de cette dernière, ce système devrait pouvoir être mis en place au 1er janvier 1979; il suffirait de compléter le projet de règlement instituant le système monétaire d'un article habilitant le FECOM à émettre des ECU contre les monnaies des pays membres de la CEE. La procédure relative à ce projet de règlement a été déjà entamée et bien qu'on ne dispose pas encore d'un avis définitif du groupe de juristes, l'adoption du règlement ne devrait pas poser de problème.

M. Emminger se rallie aux félicitations exprimées par MM. Richardson et Zijlstra. Au sujet du "système rénové" il fait remarquer que le gouvernement allemand, comme la Bundesbank, sont d'avis que, pour des raisons juridiques, il n'est pas possible de mettre en place, d'ici le 1er janvier 1979, le système d'ECU et qu'il serait donc nécessaire d'élargir, à titre intérimaire, les systèmes existants. En effet, la création d'un tel système ne pourrait pas se fonder sur l'article 235 du Traité de Rome, mais requiererait un amendement de ce dernier selon l'article 236.

En outre, même si l'on trouvait une possibilité de surmonter les difficultés juridiques, le "système rénové" exigerait encore des études approfondies. A cet égard, il convient de rappeler que le communiqué de Brême prévoit que l'utilisation des ECU créés en contrepartie de monnaies des pays membres revêtirait un caractère conditionnel.

M. Magnifico appuie la formule du "système rénové" qui rendrait plus multilatéral le mécanisme du soutien monétaire à court terme. Elle répondrait également à la préoccupation exprimée dans le communiqué de Brême de conférer à l'ECU le rôle de pilier du système et celui d'un instrument de règlement et de "primary reserve".

En outre, il semble utile de savoir quels seraient les délais que nécessiterait la mise en place d'un système de crédit fondé sur l'ECU.

M. Théron marque son intérêt pour la formule du "système rénové" qui, d'une part, paraît riche de promesses, d'autre part, répond au texte de l'annexe au communiqué de Brême. En effet, elle constituerait l'amorce d'un Fonds monétaire européen, et respecte l'idée de la création d'ECU contre dépôt de monnaies des pays membres. En revanche, si, pour des raisons juridiques, il n'était pas possible de mettre en place un tel système dans le laps de temps limité, il faudrait se rabattre sur l'aménagement des systèmes existants. En même temps, les études sur les problèmes juridiques liés au "système rénové" devraient être approfondies dans l'optique d'une mise en place aussi rapide que possible de ce mécanisme de crédit, après le démarrage du nouveau SME.

M. Mosca signale que, selon le projet de rapport établi par le groupe des juristes, la mise en place du système rénové requiererait un règlement du Conseil en vertu de l'article 235; ceci prendrait un certain temps et un "bridging arrangement" serait donc nécessaire pour une période intérimaire. Toutefois, M. Mosca estime, à titre personnel, que si l'on procédait de manière

telle qu'il vient de l'esquisser, on pourrait aboutir à l'adoption d'un règlement même avant la fin de l'année.

M. Richardson se demande si les problèmes juridiques soulignés par M. Emminger ne sont pas soulevés tant par la création d'ECU contre dépôt de dollars et d'or que par celle contre dépôt de monnaies des pays membres.

M. Emminger répond que les problèmes juridiques qui se posent dans les deux cas sont en fait indentiques, car ils concernent l'obligation, par les banques centrales, d'accepter des ECU dans les règlements intracommunautaires.

Le Président estime que le Comité ne peut pas résoudre, pour l'instant, les problèmes juridiques; il constate cependant qu'il y a un grand intérêt pour le "système rénové"; il propose de retenir comme conclusion que les Gouverneurs optent pour ce système, sous réserve que les problèmes juridiques puissent être résolus.

M. Zijlstra souligne qu'il y a deux séries de problèmes:

- le problème de la répartition de l'enveloppe globale de 25 milliards d'ECU entre les facilités de crédit inconditionnel et celles de crédit conditionnel, à savoir entre le soutien monétaire à court terme et le concours financier à moyen terme.
- les problèmes juridiques.

En ce qui concerne la première série de problèmes, l'approche qui répartit les 25 milliards d'ECU entre crédits inconditionnels et conditionnels dans une proportion de 4 à 1 ne correspond pas à la lettre et à l'esprit du communiqué de Brême, lequel a souligné l'aspect de conditionnalité de l'utilisation des avoirs en ECU créés par dépôt de monnaies des pays membres.

En outre, cette dernière méthode de créer de ECU pose, dans le cas des Pays-Bas, des problèmes juridiques, tandis que la création d'ECU contre apport de réserves sous forme de swaps pourrait être réalisée, toujours du point de vue des Pays-Bas, sans autre complication sur le plan juridique.

M. Emminger fait remarquer que, selon son interprétation (qui a été d'ailleurs confortée par les entretiens qu'il a eus avec un des auteurs du communiqué de Brême), le système de crédit esquissé dans ce communiqué devrait s'inspirer largement des règles en vigueur dans le cadre du FMI. Il faudrait donc prévoir un haut degré de conditionnalité et, en outre, il conviendrait de discuter s'il n'est pas nécessaire de retenir l'idée d'une limitation en montant de l'obligation d'accepter des ECU en règlement.

M. Richardson demande si les réserves exprimées par M. Emminger sont de nature fondamentale ou si elles couvrent exclusivement le partage entre crédits conditionnels et inconditionnels, tel qu'il a été chiffré dans la note de la Banque Nationale de Belgique. Il souligne en outre que le communiqué de Brême parle de la nécessité de prévoir de substantielles facilités à court terme.

M. Emminger répond que ces préoccupations sont, en premier lieu, de nature fondamentale. En effet, si l'on adopte déjà au premier stade un système qui serait très proche du système final, il faudrait résoudre également tout de suite les problèmes qui se posent au stade final du Fonds monétaire européen. Le partage de l'enveloppe globale entre le soutien monétaire à court terme et le concours financier à moyen terme joue un rôle dans le sens qu'il conviendrait d'assurer que l'utilisation de la plus grande partie des ECU créés contre dépôt de monnaies des pays membres soit subordonnée à des conditions.

Le Président se demande si le Comité ne pourrait pas arriver à une conclusion quant à la répartition de l'enveloppe globale entre le soutien monétaire à court terme et le concours financier à moyen terme, en fonction des besoins de crédit éprouvés par les banques centrales à court terme, et de la nécessité de consolider éventuellement une partie des engagements à court terme.

M. Théron souligne:

- qu'il importe que le montant de 25 milliards d'ECU qu'on peut déduire du communiqué de Brême et qui est nécessaire pour assurer la crédibilité du système aux yeux du public, soit disponible; or il est clair que l'augmentation du concours à moyen terme ne pourra se faire rapidement;
- que le communiqué de Brême prévoit de substantielles facilités à court terme pour des délais d'un an au maximum;
- que dans le cas où le mécanisme de crédit communautaire à moyen terme s'avérerait insuffisant pour la consolidation de montants importants, il serait tout à fait justifié de recourir aux facilités du FMI.

M. McMahon se demande si l'on ne pourrait pas se mettre d'accord sur le principe qu'un montant de 25 milliards d'ECU serait disponible dès le démarrage du SME, quelle que soit la méthode pour mesurer l'ampleur du soutien monétaire à court terme.

M. Magnifico estime qu'il faudrait tenir compte du fait que dans le "système rénové" tel qu'il est décrit dans la note de la Banque Nationale de Belgique, l'utilisation d'une partie de la rallonge serait subordonnée à une décision discrétionnaire des Gouverneurs; ceci implique que le pays sollicitant l'utilisation de cette partie de la rallonge doit éventuellement exposer les mesures d'ajustement qu'il entend prendre. Compte tenu de ce fait, le soutien monétaire à court terme ne peut pas être considéré comme facilité de crédit entièrement inconditionnel.

M. Zijlstra n'estime pas utile de développer les propositions de manière à atteindre un chiffre de 25 milliards d'ECU, chiffre qui n'a d'ailleurs pas été retenu, pour de bonnes raisons, dans le communiqué de Brême. Il faudrait plutôt se concentrer sur la question de savoir quelle augmentation du soutien monétaire à court terme dans sa forme actuelle serait acceptable.

Le Président se demande si un compromis ne pourrait pas consister à augmenter le volume du crédit maximal disponible dans le soutien monétaire à court terme à un montant de 15 milliards d'ECU, la répartition de ce montant entre les quotes-parts et les rallonges étant encore à préciser; ce compromis se situerait à mi-chemin entre la formule "total des quotes-parts créditrices" et celle du "crédit maximal disponible".

M. Richardson indique que vu les attentes d'un montant de 25 milliards d'ECU, il n'est pas satisfaisant de proposer des compromis qui restent au-dessous de ce chiffre, tout en sachant que l'augmentation du concours financier à moyen terme ne peut pas être effectuée immédiatement.

Le Président fait remarquer que sa proposition n'exclut pas un relèvement du concours financier à moyen terme; il propose de retenir le chiffre de 15 milliards et de signaler aux Ministres que, selon l'avis de certains Gouverneurs, ce chiffre ne serait satisfaisant que si le soutien monétaire était appuyé d'un concours financier à moyen terme d'une ampleur suffisante.

M. Richardson précise qu'aussi longtemps que le relèvement du concours financier à moyen terme n'aurait pas encore eu lieu, il conviendrait d'élargir le soutien monétaire à court terme de façon à atteindre un total de 25 milliards d'ECU disponible dans les deux systèmes réunis, au démarrage du SME. Lorsque le concours à moyen terme serait augmenté, le volume du soutien à court terme devrait être réduit à concurrence du montant correspondant.

M. Zijlstra souligne que sa décision d'accepter ou non le compromis avancé par le Président ne peut pas être subordonnée à l'idée d'arriver à une

certaine enveloppe globale; étant donné les responsabilités propres à la banque centrale néerlandaise, cette décision dépend plutôt de l'acceptabilité des obligations de financement qui en découlerait.

En outre, il est à noter que dans le cas des Pays-Bas, un relèvement du concours à moyen terme pourrait être réalisé sans délais importants.

Le Président indique que sa formule de compromis entraînerait une augmentation de la quote-part créditrice néerlandaise d'environ 800 millions d'ECU à près de 1,2 milliard d'ECU. Il s'ajouterait les obligations de financement résultant d'une activation de la rallonge créditrice, qui ne peuvent cependant pas être précisées à priori, étant donné le caractère global de la rallonge.

M. Balfour indique que selon son interprétation le système rénové ne connaît plus d'obligations de financement, le créiteur étant réglé au moyen d'ECU.

M. Magnifico met en relief une des considérations développées dans la note de la Banque Nationale de Belgique en faveur du "système rénové": si les créanciers sont forcés de limiter leurs engagements par les mesures d'ajustement qu'ils prendront et non par la limitation du règlement en ECU des créances déjà nées, les charges d'ajustement pour assurer l'équilibre externe seraient réparties de manière plus symétrique.

M. Emminger fait remarquer au sujet de l'observation faite par M. Balfour qu'il est vrai que le "système rénové" ne fait pas naître de nouvelles obligations pour le créancier. En vue de limiter cependant l'ampleur des équilibres externes, il importe que les possibilités de financement ne soient pas trop élargies, sinon un pays pourrait être amené à hésiter trop longtemps pour prendre des mesures d'ajustement.

M. Zijlstra propose de dire dans le rapport aux Ministres que dans le stade final le système de crédit devrait être incorporé dans le Fonds monétaire européen. Dans l'immédiat, en revanche, la mise en place d'un "système rénové" se heurte:

- à des problèmes juridiques,
- aux problèmes relatifs à la conditionnalité,
- au problème d'une limitation en montant de l'obligation d'accepter des ECU.

Compte tenu de ces difficultés, il semble utile de maintenir le soutien monétaire à court terme dans sa forme actuelle et de l'élargir d'un montant



encore à convenir entre les Gouverneurs, tout en suggérant aux Ministres de relever le concours à moyen terme en vue de porter l'ensemble des crédits disponibles au niveau désiré.

M. Murray estime que le communiqué de Brême suggère la nécessité de pouvoir disposer d'un total de crédit de 25 milliards d'ECU au démarrage du SME. Le compromis avancé par le Président ne pourrait être accepté que si les Gouverneurs précisaient que la différence en moins devrait être couverte par le relèvement du concours à moyen terme dans les délais les plus courts.

En outre, M. Murray marque sa préférence pour le "système rénové" et, si sa mise en place n'est pas possible avant le 1er janvier 1979, il faudrait quand même poursuivre les études sur ce système, dont la réalisation constituerait un pas en avant dans la direction du Fonds monétaire européen.

Le Président constate:

- que quelques banques centrales sont plus sensibles au volume des crédits disponibles tandis que d'autres prennent plutôt en considération l'ampleur du financement qu'elles pourraient être amenées à consentir;
- que le "système rénové" a rencontré un grand intérêt de la part des Gouverneurs, mais que sa mise en vigueur immédiate se heurte encore à des difficultés de fond et d'ordre juridique;
- que les questions relatives aux facilités de crédit à court et à moyen terme rejauillissent l'une sur l'autre et doivent donc être traitées dans leur ensemble par le Conseil;
- qu'une majoration éventuelle du concours à moyen terme exige certains délais,
- qu'il y a une approche fondée sur le volume des obligations de financement et une autre qui vise à majorer davantage le soutien monétaire à court terme aussi longtemps que l'élargissement en montant du concours financier à moyen terme n'a pas eu lieu.

M. Hoffmeyer pense que le compromis de 15 milliards serait peut-être plus acceptable si l'on modifiait la proportion entre les quotes-parts et les rallonges en faveur de la dernière.

Le Président n'estime pas utile de mettre en cause la proportion actuelle entre quotes-parts et rallonges, car ceci tendrait à compliquer davantage la recherche d'une solution.

## 2. Durée

Le Président rappelle que lors de la dernière séance, un consensus s'est dégagé parmi les Gouverneurs en faveur d'une extension de la durée de l'ensemble du financement à très court terme et du soutien monétaire à court terme de 10,5 mois, à l'heure actuelle, à 14 à 15 mois. Cet allongement de durée peut cependant être réparti de manière multiple entre ces deux mécanismes, et parmi les diverses combinaisons possibles, le choix pourrait être limité aux deux suivantes:

- Echéance initiale portée à 60 jours fin de mois plus renouvellement automatique pour 3 mois plus 3 fois 3 mois dans le soutien monétaire à court terme.
- Echéance initiale portée à 60 jours fin de mois plus deux fois 6 mois dans le soutien monétaire à court terme.

La première formule serait préférable si les modalités de fonctionnement actuelles du soutien monétaire étaient maintenues, tandis que la seconde formule convient surtout à un "système rénové".

M. Emminger rappelle qu'il a exprimé, déjà lors de la dernière séance, sa réserve à l'égard d'un allongement de la durée du financement à très court terme. En ce qui concerne la formule de prévoir une durée de deux fois six mois dans le soutien monétaire, il réserve sa position pour la prochaine séance.

## B. Discussions sur l'indicateur de divergence

Le Président demande si l'analyse du problème, telle qu'elle est exposée dans le document de la Banque Nationale de Belgique, rencontre l'agrément du Comité et si la description des circonstances et des actions à prendre dans ces cas donne suffisamment de clarté aux Ministres quant à la signification qu'il faut attribuer à l'indicateur de divergence et à l'apparition d'un seuil de divergence.

M. Emminger marque sa reconnaissance pour le mémorandum établi par la Banque Nationale de Belgique. Il n'est pas contre l'idée de le présenter aux Ministres aux fins d'illustration, ce qui ne signifie cependant pas un accord de sa part. En effet, ce mémorandum l'a même réconforté dans ces doutes sur l'utilité et la viabilité d'un tel système.

Le Président répond qu'il ne suggère pas au Comité de proposer ce système comme la seule bonne formule au Conseil; il s'agit plutôt d'éclaircir,

conformément au mandat que les Ministres ont confié aux Gouverneurs, la signification dudit "compromis belge" et c'est aux Ministres de faire leur choix.

M. Emminger doute qu'il soit opportun de laisser aux Ministres la décision dans un domaine qui relève directement de la compétence des banques centrales.

Quant au fond de la question, il fait remarquer qu'une obligation d'intervenir en dollars, telle qu'elle est exposée à la page 1 du document de la Banque Nationale de Belgique, n'est pas acceptable pour la Bundesbank.

Le Président confirme que le système ne comporte pas d'obligation. Le texte auquel M. Emminger vient de se référer est la description de la version antérieure dudit "compromis belge" qui n'a été incorporé dans le mémorandum qu'à titre de rappel, tandis que la nouvelle version de ce compromis, d'une portée normative plus faible, est développée à partir de la page 2.

M. Emminger poursuit en formulant deux remarques:

- On voit mal comment on peut soulager la situation de la monnaie en opposition en intervenant également en d'autres monnaies communautaires proches de leur limite bilatérale. Or, dans un système à fluctuations limitées, un déficit en compte courant ou dans la balance des paiements se traduit toujours par la nécessité d'effectuer des interventions.
- Le franchissement du seuil de divergence par une monnaie ne fournit aucune indication quant à la nature des mesures qu'on juge approprié de prendre dans les circonstances données.

Compte tenu de ces considérations, il ne semble pas utile d'attacher des conséquences automatiques à l'apparition d'une divergence; il faudrait plutôt prévoir pour les situations exposées dans le mémorandum une obligation de consultation.

Le Président estime que l'utilisation d'un indicateur de divergence ne présentera une valeur que s'il sert de signal d'alarme et déclenche des actions avant que les cours limites ne soient atteints. Des consultations sont déjà un élément du "serpent" mais aujourd'hui il s'agit de développer une nouvelle formule qui va au-delà des règles actuelles du "serpent".

M. Emminger précise que la position allemande ne vise pas à transposer simplement les règles du "serpent" dans le nouveau système. Le nouvel élément par rapport au "serpent" consiste en une obligation de consultation qui serait

concrétisée dans les cas où une monnaie franchirait son seuil de divergence.

M. Richardson met en relief que la formule proposée par M. Emminger comporte le risque que le retentissement du signal d'alarme ne soit pas suivi d'effets. Il admet que souvent des mesures autres que les interventions pourraient s'avérer nécessaires, comme cela est exposé dans le mémorandum excellent, établi par la Banque Nationale de Belgique; toutefois, ces mesures ne peuvent pas faire l'objet d'une concertation entre les cambistes des banques centrales, mais plutôt d'une consultation à un niveau élevé, laquelle serait cependant difficile à mettre en oeuvre rapidement et fréquemment. En outre, la prise de ces mesures exige certains délais. Compte tenu de ces difficultés pratiques, il est nécessaire que l'apparition d'une divergence entraîne la présomption d'une action, laquelle consisterait, chronologiquement, en premier lieu, d'interventions dans le marché qui seraient ensuite, le cas échéant, complétées ou remplacées par d'autres mesures.

M. Clappier se rallie aux félicitations adressées à la présidence et indique que son attitude est très proche de celle de M. Richardson. Le "compromis belge" dans sa forme assouplie lui paraît une formule acceptable et il serait hautement souhaitable que le Comité se mette d'accord pour recommander, à l'unanimité, aux Ministres de se rallier à cette formule.

M. Zijlstra signale qu'il peut accepter, dans une large mesure, le mémorandum belge. Comme M. Richardson, il estime qu'il faut donner un contenu réel à la présomption d'action entraînée par l'apparition d'une divergence; néanmoins, il ne faut pas perdre de vue les circonstances dans lesquelles une divergence peut apparaître. A cet égard, on peut distinguer trois cas:

- La divergence n'est que de caractère temporaire et ne requiert aucune action.
- La divergence reflète le début de tensions sérieuses et se traduira rapidement par la nécessité d'intervenir au cours limites dans la grille de parités.
- La divergence persiste pendant un certain laps de temps sans cependant se détériorer au point d'entraîner des interventions dans la grille de parités; cette situation se prête à des consultations au cours desquelles les causes de la divergence et les mesures susceptibles de remédier à cette situation peuvent être discutées.

L'analyse des différentes situations amène à conclure que seule dans la troisième situation la présomption d'action est un concept utile et viable.

Compte tenu de cette précision, M. Zijlstra serait prêt à accepter ledit "compromis belge" sous réserve d'un amendement. Dans la mesure où l'action d'une banque centrale à monnaie divergente n'est que présumée, il serait peu équitable d'obliger la banque centrale dont la monnaie est située dans la frange de mettre à la disposition sa monnaie, à hauteur du plafond fixé, sans concertation préalable. Il faudrait donc transformer cette obligation en une présomption analogue à celle prévue pour la monnaie divergente.

D'autres problèmes se posent à l'égard des interventions en dollars, lesquels découlent nécessairement du système proposé: comment peut-on éviter que ces interventions n'aient, le cas échéant, des effets néfastes sur les relations avec les partenaires américains et dans le contexte international.

Enfin, M. Zijlstra souhaiterait savoir si la demande de faire bénéficier le "débiteur malgré lui" de crédits à conditions spéciales est encore maintenue; dans l'affirmative, ces crédits seraient-ils soumis ou non aux limites en montant qui ont fait l'objet des discussions relatives à l'adaptation des mécanismes de crédit.

Le Président fait remarquer au sujet des observations faites par M. Zijlstra:

- que les interventions intramarginales risqueraient d'être retardées si le choix de la monnaie d'intervention était soumis à une concertation préalable;
- qu'une concertation avec les autorités américaines dans les cas où le dollar serait utilisé comme monnaie d'intervention, compliquerait le système encore davantage, ce qui n'empêche cependant pas que les banques centrales poursuivent avec ces autorités les contacts qui leur paraissent nécessaires;
- que dans l'optique de la Banque Nationale de Belgique, il n'y a pas lieu de faire une distinction entre le "débiteur malgré lui" et le "débiteur divergent".

M. Magnifico estime que les mouvements à la baisse du dollar qui se traduisent par des appréciations variables des monnaies européennes revêtent, dans une large mesure, un caractère spéculatif. Si cela est vrai, on peut espérer qu'un système dans lequel les ajustements des taux pivots seraient opérés en fonction des tendances fondamentales, changera favorablement les attentes en matière de taux de change et contribuera ainsi à une plus grande stabilité sur le plan international.

M. Clappier se demande dans quelle mesure il serait possible de distinguer, dans la pratique, les trois situations décrites par M. Zijlstra

M. Zijlstra indique qu'un tel problème ne se pose pas. Après un certain nombre de jours, la divergence soit a disparu dans le cas de mouvements accidentels, soit s'est détériorée au point de nécessiter des interventions aux cours limites; il ne reste donc que la troisième situation qui requiert - et en même temps permet - des consultations sur les actions à prendre.

Le Président constate que le Comité est d'accord pour que l'apparition d'une divergence déclenche certaines initiatives; toutefois, les uns estiment que les interventions intramarginales devraient être, dans l'ordre chronologique, la première mesure? elles seraient remplacées ou complétées, à la suite, par d'autres mesures qui seraient prises, après consultations, soit par la banque centrale dont la monnaie diverge, soit par d'autres banques centrales; les autres prennent en considération la même gamme de mesures, mais ne sont pas prêts à accepter la priorité chronologique des interventions intramarginales.

M. Clappier estime que les Gouverneurs ne sont pas loin d'un accord unanime. D'autre part, il serait hautement souhaitable que cette question puisse être réglée entre les banques centrales elles-mêmes et il prie donc la présidence d'essayer de trouver, dans le projet de rapport, une formule qui pourrait donner satisfaction à toutes les banques centrales.

M. Zijlstra souhaite que, dans le projet de rapport, la notion de pré-somption serait également prévue pour l'utilisation d'une monnaie, située dans la "frange", aux fins d'interventions.

M. Richardson souligne qu'il continue d'être en faveur de dispositions particulières relatives à la rémunération et au règlement des soldes résultant des interventions contre une monnaie forte "divergente". Le financement de ces soldes pourrait cependant être soumis aux limites en montant prévues par le système de crédit dont on a discuté au début de la séance.

## C. Discussions sur d'autres questions ayant trait au système monétaire européen

### 1. Le numéraire

#### a) Le nature du panier servant de base à la définition de l'ECU

Le Président pense que le Comité est unanime pour proposer aux Ministres de définir l'ECU par un "panier révisable" (cf. Rapport No 41 du "Groupe Heyvaert").

M. Emminger se demande s'il ne faudrait pas envisager des solutions pour le cas où une ou plusieurs des monnaies constituant le panier ne participent pas au système.

M. Janson admet qu'il est nécessaire d'envisager des prévisions pour de tels cas, mais il n'estime pas opportun d'en parler aux Ministres.

b) L'opportunité de réviser le panier avant l'entrée en vigueur du système

M. Baffi souligne que le poids de la lire italienne est bien inférieur à celui qui serait justifié par les données de référence et marque sa préférence pour un rétablissement du poids initial.

M. McMahon se prononce également en faveur d'une actualisation du panier. Toutefois, le Royaume-Uni ne s'opposerait pas au maintien de la structure actuelle du panier si, pour les besoins du fonctionnement de l'indicateur de divergence, les seuils ECU étaient établis, pour chaque monnaie, sur la base d'un panier excluant le poids de celle-ci.

M. Heyvaert fait remarquer qu'il serait utile de bien préciser si la révision du panier devrait avoir pour but de rétablir la répartition initiale des poids relatifs ou, comme le groupe d'experts l'a suggéré, d'aligner les poids actuels sur l'évolution des critères de base.

M. Baffi confirme qu'il ne pense pas à un simple rétablissement du poids initial de la lire italienne, mais plutôt à une révision en fonction de l'évolution des critères économiques.

A la suite d'une intervention faite par M. Mosca qui souligne que les poids actuels de presque toutes les monnaies se trouvent à l'intérieur d'une fourchette, M. Balfour rappelle que la solution d'une fourchette de pondération a été retenue du fait que le poids qu'on peut attribuer à une monnaie varie en fonction du genre de critère économique qu'on prend en considération. Au début, le poids initial de chaque monnaie s'est situé à peu près au centre de cette fourchette. Or, certaines monnaies se trouvent, il est vrai, encore à l'intérieur de la fourchette, mais non plus au centre de celle-ci, et il faut donc les remettre au centre de la fourchette.

M. Mosca rappelle que l'UCE est en usage dans différents domaines de la Communauté et que la révision du panier constituant l'ECU devrait être réalisée de telle manière qu'au jour du démarrage du SME, la valeur de l'ECU dans chaque monnaie coïncide avec la valeur de l'UCE. Mais, même si cette exigence minimale était remplie, il resterait de sérieux problèmes touchant aux efforts d'harmonisation des unités de compte dans la Communauté.

Le Président constate que, vu du point de vue du fonctionnement du système monétaire, les Gouverneurs n'ont aucune objection à une actualisation du panier; il serait cependant utile que la Commission présente un document sur les conséquences qu'une telle actualisation pourrait avoir dans les autres domaines. Ces réflexions seraient incorporées dans le rapport aux Ministres, lesquels seraient appelés ensuite à tirer leurs conclusions finales.

c) Garantie de change dans le financement à très court terme

Suite à l'intervention de M. Emminger, le Comité convient de ne pas faire mention de ce problème dans le rapport aux Ministres, mais de le régler entre banques centrales. Les Suppléants sont invités à élaborer des propositions de solutions.

2. Le mécanisme d'intervention

a) L'ampleur des marges

Le Président rappelle que l'annexe au communiqué de Brême stipule que "dans les premières phases du fonctionnement du système et pendant une période limitée, les pays membres qui actuellement ne participent pas au "serpent" auraient la faculté d'opter pour des marges un peu plus importantes autour des taux pivots".

M. Baffi marque sa préférence pour des marges de 3 à 4% de part et d'autre des parités vis-à-vis de l'ECU, soit 6 à 8% de part et d'autre des parités réciproques, pour les raisons suivantes:

- Plus la discipline du système de change serait stricte, plus le mécanisme de crédit devrait être ample.
- Plus les marges seraient étroites, plus il faudrait recourir à des modifications de taux pivots entraînant le risque de sévères attaques de spéculation contre les monnaies concernées. Or la lire italienne s'est dépréciée de 22% en deux ans, ce qui aurait nécessité, de toute façon, de nombreuses modifications de parités.
- En dépit des efforts de réduire le taux d'inflation en Italie, il faudrait quand même prévoir des marges dont la largeur dépasse l'ampleur attendue des modifications de parité qui seront nécessaires en fonction du différentiel d'inflation.

Outre ces considérations fondamentales, il faudrait tenir compte de deux aspects techniques:



- d'une part, des marges plus larges permettent d'éviter des bonds dans l'évolution des cours de change et de mieux répartir une dévaluation ou une réévaluation d'une monnaie dans le temps,
- d'autre part, il faudrait éviter que les écarts de taux d'intérêt nominaux entre les pays membres, écarts qui sont nécessaires aussi longtemps qu'il existe un différentiel d'inflation important, ne conduisent à des cotations à terme dépassant les marges de fluctuation des cours au comptant.

M. Baffi souligne cependant qu'il ne souhaite pas un statut spécial pour l'Italie; il suggère plutôt d'insérer dans le rapport que certains Gouverneurs sont en faveur d'un système dans lequel les pays membres peuvent opter pour deux bandes de fluctuation, l'une qui est celle du "serpent" et l'autre qui est plus large.

M. Zijlstra se demande si dans ces conditions il faudrait prévoir un double système de seuils de divergence.

M. Baffi déclare que la réponse à cette question dépend des conséquences qu'on attachera finalement à l'indicateur de divergence.

M. Clappier n'a pas d'objection de principe à la suggestion faite par M. Baffi, mais il rappelle que le communiqué de Brême a présenté la faculté d'opter pour des marges un peu plus importantes autour des taux pivots comme une solution intérimaire, tandis que l'approche telle qu'elle a été exposée par M. Baffi semble être un élément permanent. En outre, il serait souhaitable que, dans l'avenir, les monnaies des pays qui optent maintenant pour une marge plus large puisse se rallier à la bande de fluctuation de 2,25%; en aucun cas, il ne faudrait envisager le processus inverse.

L'application de marges plus larges peut cependant poser des problèmes quant au fonctionnement de l'indicateur de divergence et pourrait nécessiter la définition de conditions spéciales pour les monnaies faisant partie de la bande de fluctuation plus large.

M. Emminger souligne que l'application de marges plus larges ne pose aucun problème sérieux si l'indicateur de divergence ne déclenche que des consultations, tandis que dans le cas où on attacherait des conséquences automatiques à cet indicateur, le système ne serait plus praticable.

M. Richardson marque sa sympathie pour les préoccupations exprimées par M. Baffi; il souligne cependant qu'une marge plus large est susceptible d'être atteinte par une monnaie aussi vite qu'une marge plus étroite.

M. Janson demande:

- si le système doit prévoir une marge de 6 à 8% de part et d'autre des parités réciproques, comme une option dont les pays actuellement non membres du "serpent" pourraient en faire usage ou non, ou si cette marge constitue une exception;
- si le seuil de divergence serait aussi calculé sur la base d'une marge de 2,25% dans le cas des pays qui opteraient pour une marge plus large.

M. Baffi souhaite que l'application d'une marge plus large soit présentée comme une option et non comme une exception.

Le Président constate que le Comité n'a pas d'objection à la solution qui présente aux pays actuellement en dehors du "serpent" l'option de choisir entre la marge de 2,25% et une marge encore à déterminer qui ne dépasserait cependant pas 8%, de part et d'autre des parités réciproques.

b) La coordination des politiques de change à l'égard des monnaies tierces

Le Président rappelle que cette question a fait l'objet de certaines considérations émises dans le rapport Heyvaert No 39. En résumé, celles-ci écartent deux attitudes extrêmes:

- l'application d'une politique commune tendant à la stabilisation des cours du dollar,
- la conduite de politiques nationales contradictoires ou incohérentes en matière d'interventions en dollars.

Est-ce que les Gouverneurs peuvent se rallier à ces considérations?

M. Emminger se prononce en faveur d'une coordination effective des politiques de change à l'égard des monnaies tierces, mais il tient à souligner que des interventions simultanées en dollars en sens opposé ne sont pas nécessairement contradictoires. L'exemple germano-norvégien de novembre 1977 montre que des interventions simultanées en sens opposé sont indiquées et judicieuses:

- lorsque l'un des pays éprouve un déficit vis-à-vis de l'extérieur du système, tandis que l'autre pays se voit confronté avec des afflux de monnaies tierces,
- à condition que ces opérations s'équilibrent.

Il est cependant entendu que de telles opérations devraient faire l'objet d'une concertation entre les banques centrales.

Le Président constate que le Comité peut se rallier aux considérations émises dans le rapport, sous réserve que le rapport tienne compte de cette nuance apportée par M. Emminger.

### 3. Création d'ECU contre apport de réserves et caractéristiques des avoirs en ECU

#### a) Eléments d'actifs à transférer

Le Président rappelle que conformément au communiqué de Brême, les instruments de réserve à transférer au Fonds (FECOM) seront composés de dollars et d'or. Cette formule est-elle acceptable ou convient-il d'envisager l'apport d'autres éléments de réserve, par exemple des DTS.

A la suite d'interventions faites par MM. Zijlstra, Clappier et Emminger, le Comité marque sa préférence pour ne pas prendre en considération dans la période initiale, l'apport des actifs de réserve autre que l'or et les dollars.

#### b) Cours de conversion des apports d'or contre ECU

Le Comité convient de retenir, comme cours de conversion des dollars en ECU, celui du marché.

En ce qui concerne le cours de conversion de l'or en ECU, M. Théron se prononce contre la suggestion faite par le "Groupe Heyvaert" de fixer ce cours à un certain pourcentage, par exemple 75% de la moyenne des cours quotidiens durant les trois mois précédents; il propose de retenir plutôt soit la moyenne, soit le plus bas des cours enregistrés pendant les trois mois précédents.

Le Comité se propose de reprendre la question lors de la prochaine séance.

#### c) Volume global des apports d'actifs de réserve et répartition entre pays

Le Président rappelle que le Comité se trouve en présence des quatre formules qui figurent dans le "Rapport Heyvaert No 39"; il propose d'orienter le choix vers une des deux premières formules, c'est-à-dire 20% du poids d'or et 20% en dollars, soit des réserves brutes en dollars, soit de l'ensemble des réserves autres que l'or.

M. Théron se prononce en faveur de la seconde variante. Elle présente par rapport à la première l'avantage qu'elle évite la nécessité de procéder à des ajustements des avoirs en ECU en raison d'un changement de la composition des réserves de change, par exemple à la suite d'un tirage sur le FMI.

MM. Murray, McMahon et Zijlstra préféreraient la première variante.

M. Heyvaert attire l'attention du Comité sur le fait que seule l'adoption de la seconde variante et la fixation d'un prix de conversion de l'or selon la proposition de M. Théron permettrait d'arriver à un volume global de 25 milliards d'ECU.

d) Forme des apports

Le Président constate que le Comité accepte, à l'unanimité, la formule de swap.

e) Utilisation des avoirs en ECU

Le Comité ne soulève aucune objection aux possibilités d'utilisation suivantes:

- en priorité, dans les règlements intracommunautaires,
- en outre:
  - . pour se procurer des dollars, en swap, auprès du FECOM, en cas de besoin,
  - . sous forme de transferts volontaires entre banques centrales.

f) Rémunération des avoirs en ECU

Le Président demande si le Comité peut marquer son accord sur les dispositions suivantes:

- le rendement des avoirs en ECU issus d'apports de dollars est déterminé sur la base du rendement des avoirs en dollars du FECOM, tandis que les avoirs en ECU créés contre apports d'or ne portent pas intérêt;
- la rémunération des créances en ECU au titre du financement à très court terme resterait calculée sur la base de la moyenne des taux d'escompte en vigueur;
- la rémunération des actifs en ECU issus de l'activation du soutien monétaire à court terme obéirait aux règles à fixer par les Gouverneurs.

M. Théron pense que la formule proposée par le Président au sujet de la rémunération des avoirs en ECU issus d'apports de réserve risque de créer deux catégories d'ECU. Il propose donc de retenir la formule que le "Groupe Heyvaert" a suggéré dans son Rapport No 39. Selon cette formule, tous les avoirs de cette catégorie seraient rémunérés à un taux uniforme dérivé du rendement des actifs du FECOM, mais les apports effectués en or seraient passibles d'un "droit de garde" ou d'un "intérêt compensatoire". On pourrait même poursuivre cette idée en envisageant de servir le même intérêt sur tous les avoirs en ECU, quelque que soit leur mode de création, en vue d'éviter tout doute sur l'identité de l'ECU.

Le Président propose de retenir, à titre provisoire, la formule suggérée par M. Théron.

g) Ajustements périodiques des avoirs en ECU

Le Président rappelle que, suivant les indications données par le Conseil européen de Brême, les opérations d'achat ou vente de dollars dans le marché feraient l'objet, à concurrence de 20%, d'une opération de cession ou acquisition en swap contre ECU avec le système. Toutefois, l'application de ce système devrait cependant poser certains problèmes dans la pratique et il serait donc nécessaire d'apporter certains aménagements.

\* \* \*

Le Président conclut le débat en disant qu'un projet de rapport sera établi sur la base des discussions d'aujourd'hui; ce projet de rapport serait adopté lors de la séance du 14 novembre 1978 à Bâle.

III. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Propositions de règlements relatifs à l'institution du système monétaire européen

M. Mosca rappelle que le Conseil a demandé, lors de sa dernière session, à la Commission d'établir les textes juridiques nécessaires pour le démarrage du SME. Les deux textes répondent à ce mandat; ils se limitent à créer la base minimale juridique pour le SME et cherchent à ne pas préjuger la solution des problèmes qui doivent encore être tranchés. Le Comité des Représentants

permanents souhaiterait que le Conseil d'administration puisse présenter son avis encore avant la session du Conseil du 20 novembre 1978.

La première proposition de règlement du Conseil vise à remplacer l'unité de compte monétaire européenne actuellement en usage dans le FECOM par une unité de compte appelée ECU, laquelle serait définie par le panier actuel constituant l'UCE.

La seconde proposition de règlement modifie le Règlement (907/73) instituant le FECOM; l'article 1 de ce texte habilite le FECOM à recevoir des placements de réserves monétaires des autorités monétaires de la CEE et à émettre des ECU en contrepartie de ces placements. Le terme "placement" est suffisamment large pour couvrir toute forme qui sera retenue finalement pour les apports de réserve.

L'article 2 du projet de règlement donne la possibilité (mais ne formule aucune obligation) d'utiliser les ECU créés par le FECOM comme moyen de règlement entre les autorités et le FECOM.

Le projet de règlement ne prévoit cependant pas la création d'ECU du type crédit; en effet, d'une part, cette question est encore ouverte, d'autre part, la Commission est intéressée à obtenir aussi rapidement que possible l'avis du Parlement européen, lequel est indispensable pour l'adoption du règlement avant le 1er janvier 1979.

En vue de préparer l'avis du Conseil d'administration du FECOM, M. Mosca suggère qu'un groupe d'experts étudie les textes juridiques.

M. Janson n'estime pas nécessaire une telle procédure; en effet, les textes ne soulèvent aucun problème. La seule suggestion qui devrait être faite au sujet de ces textes porterait sur l'insertion d'une disposition habilitant le Fonds à émettre des ECU contre placement de monnaies des pays membres de la CEE.

Le Comité prend note que le Conseil d'administration du FECOM aura à adopter un avis sur les propositions de la Commission.

#### IV. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 14 novembre 1978 à 10 heures.