

---

Comité des Suppléants

---



PROJET DE RAPPORT INTERIMAIRE  
DU COMITE DES GOUVERNEURS AU CONSEIL DES MINISTRES  
SUR L'ETABLISSEMENT D'UN SYSTEME MONETAIRE EUROPEEN

---

I. INTRODUCTION

Conformément au mandat qu'ils ont reçu du Conseil, les Gouverneurs ont cherché à préciser quelles pourraient être les caractéristiques essentielles du système monétaire européen qu'il a été convenu de mettre en place. Adoptant pour base de travail les conclusions de la Présidence, y compris l'annexe, du Conseil européen de Brême, ainsi que les conclusions du Conseil du 19 juin et du 24 juillet 1978, les Gouverneurs ont fait procéder aux études techniques préliminaires indispensables, dont le fruit apparaît en particulier dans l'annexe jointe (Rapport No 39 du "Groupe Heyvaert" et répertoire de questions et options).

Le système monétaire européen vise à l'établissement d'une zone de stabilité et doit expressément répondre aux exigences d'un système durable et efficace. Il est clair toutefois qu'aucun mécanisme de change ne peut durablement contribuer à la réalisation d'une plus grande stabilité des relations de change s'il n'est accompagné d'actions multiformes mais cohérentes destinées à réduire progressivement les disparités dans l'évolution économique des pays membres. Les Gouverneurs estiment, tout en octroyant à la réduction graduelle des taux d'inflation une place prioritaire, qu'il conviendra de dégager des formules conduisant à un partage équilibré, entre pays déficitaires et excédentaires, des responsabilités et des charges tant dans le domaine de la croissance que dans celui des balances des paiements. La nature du système de change qui sera adopté pourra jouer un rôle dans cette matière.

Les Gouverneurs s'efforcent de mettre en lumière ci-après les lignes de force et options fondamentales du nouveau système monétaire européen telles qu'ils les aperçoivent. Par delà les observations d'ordre technique qu'elles appellent, les options à prendre présentent souvent un caractère politique.

Les Gouverneurs sont conscients de l'ampleur de la tâche qui découle de la volonté exprimée par le Conseil européen de Brême. Il s'agit en effet d'innover par la mise en place d'un nouveau système monétaire européen, fondé sur un nouvel instrument, à savoir l'unité monétaire européenne, ou ECU, et prenant appui sur une nouvelle institution, à savoir le Fonds monétaire européen, à créer à l'issue d'une période transitoire.

## II. LE NOUVEAU SYSTEME MONETAIRE EUROPEEN

La décision d'instaurer un nouveau système monétaire européen implique la volonté de réunir toutes les monnaies communautaires - et d'associer éventuellement certaines monnaies tierces - dans un régime de change dépassant le "serpent", sans mettre en cause le fonctionnement de celui-ci, et tout en présentant un caractère aussi strict. Le système ne peut avoir toutefois pour conséquence d'empêcher les ajustements nécessaires, notamment sous la forme de modification des taux pivots.

### 1. L'ECU "pilier du système"

Le système monétaire européen innove par la place qu'il accorde à l'ECU en tant que numéraire du mécanisme de change, unité de compte retenue pour l'expression des dettes et créances résultant du fonctionnement des mécanismes de crédit et actif de réserve utilisable entre pays membres de la Communauté.

Les Gouverneurs estiment que la définition de l'ECU devrait être identique dans ses différentes fonctions monétaires et il y aurait avantage à ce qu'elle corresponde à la définition actuelle de l'UCE, comme l'indique le communiqué de Brême, si l'on veut en étendre l'usage dans la Communauté. Toutefois, une telle ECU soulève des problèmes pour le fonctionnement du système, qui sont traités ultérieurement et qui, de l'avis de certains Gouverneurs, pourraient être résolus par une ECU différente (panier ajustable

et non plus panier standard). Il se pose dès lors un choix de priorité entre ce panier standard identique à l'UCE et un panier ajustable qui pourrait mieux servir certaines fonctions monétaires.

## 2. Approches possibles pour la stabilisation des cours de change

La stabilisation des cours de change implique la déclaration de cours pivots, en termes du numéraire commun, à savoir l'ECU. A partir de là, deux approches sont concevables pour définir les points d'intervention: ceux-ci sont définis, soit en termes d'ECU, la marge de fluctuation étant appliquée à celle-ci, soit en termes de cours limites bilatéraux calculés à partir de la grille de parités établie sur la base des cours pivots. Dans le second cas - qui est proche de celui du "serpent" dans lequel on utilise l'UCME pour définir les cours pivots - la position d'une monnaie, par rapport à sa limite extrême d'intervention, peut être directement constatée au moyen des cotations relevées dans le marché; tandis que, dans le panier, elle implique un calcul constant et relativement complexe du cours de l'ECU en monnaie nationale, à partir de ces cotations.

Le choix pour déterminer les obligations d'intervention entre un numéraire du type panier ou du type grille de parités entraîne une série de conséquences importantes qui peuvent être considérées comme des avantages ou des inconvénients selon les points de vue.

Etant donné que les caractéristiques, les avantages et les limitations d'un système d'intervention fondé sur une grille de parités sont bien connus ("serpent"), les considérations qui suivent s'attachent essentiellement:

- à recenser les implications d'un système basé sur un numéraire de type panier, c'est-à-dire dans lequel les marges de fluctuation seraient appliquées à l'ECU,
- à montrer les incidences d'une formule mixte qui chercherait à allier plusieurs des avantages propres à chacune des deux approches tout en évitant certains de leurs inconvénients.

a) Numéraire du type panier

Un système fondé sur l'ECU impliquera indubitablement certaines difficultés techniques et opérationnelles liées à la nécessité de calculer et de surveiller en permanence pour chaque monnaie sa relation changeante vis-à-vis de l'ECU, ces changements n'étant pas fournis directement par les cotations du marché. Ces difficultés pourraient certes être surmontées mais elles peuvent rendre le système d'intervention plus lourd et plus complexe et risquent selon certains de constituer un élément d'incertitude pour le marché.

Un système ECU comporte d'autres conséquences plus importantes. Tout d'abord, en raison des poids différents des diverses monnaies dans l'ECU, le choix d'une marge uniforme de fluctuation imposerait des contraintes plus rigoureuses aux pays dont les monnaies ont une faible pondération qu'aux pays dont les monnaies ont une forte pondération. En outre, alors que dans le "serpent" les interventions aux points extrêmes impliquent automatiquement, obligatoirement et simultanément deux monnaies, dans un système ECU l'obligation de l'intervention ne concerne normalement qu'une seule banque centrale. Il y aura donc une ambiguïté quant au choix de la ou des autres monnaies du système à utiliser pour l'intervention. Diverses règles peuvent être imaginées pour lever cette ambiguïté, par exemple la monnaie la plus proche de la limite opposée ou la monnaie ayant la plus forte pondération dans le panier. Il n'en reste pas moins qu'un tel système comporte la particularité fondamentale que des pays dont la monnaie n'a pas atteint la limite obligatoire d'intervention devraient accepter, dans le cadre de ces règles, de devenir créanciers ou débiteurs malgré eux.

Une telle particularité présente des conséquences importantes, notamment en ce qui concerne le problème de la symétrie de l'ajustement et l'attitude en matière de politique de change à l'égard du dollar, à propos desquelles diverses considérations peuvent être faites.

Il serait possible par exemple, selon certains Gouverneurs, d'utiliser cette particularité d'une manière telle que le système de change européen contribue à promouvoir la symétrie de l'ajustement. Le fait que normalement une seule monnaie atteindra sa limite d'intervention supérieure ou inférieure, pourrait fournir une certaine présomption, aussi ténue soit-elle, quant à la

monnaie qui est la plus hors de ligne à un moment donné en tant que monnaie forte ou faible. L'existence d'une telle présomption pourrait être utilisée à la fois pour déclencher des consultations au sujet des politiques menées par le pays en cause, et, par le biais des règles d'intervention, comme un moyen d'exercer une certaine pression vers l'ajustement sur le pays dont la monnaie diverge. Ainsi dans le cas de monnaies divergentes des régimes discriminatoires pourraient être envisagés tant en ce qui concerne le règlement des créances que celui des dettes. Cette question nécessiterait toutefois un examen plus approfondi.

D'autres Gouverneurs estiment que l'introduction de telles discriminations fondées sur la position respective des monnaies dans la bande pourrait se révéler inéquitable, compliquerait la gestion du Fonds et pourrait accentuer le biais en faveur des interventions en dollars qui existe déjà dans le système ECU du fait de l'ambiguïté et des problèmes soulevés par le choix de la ou des monnaies d'intervention. Selon ces Gouverneurs, on pourrait ainsi aboutir à des conflits entre d'une part les règles propres au système ECU et, d'autre part, les orientations gouvernant la coordination des politiques de change à l'égard des monnaies tierces ainsi que les obligations internationales en matière de change. En outre, dans la mesure où la contrainte sur les pays déficitaires serait allégée par l'application en leur faveur de dispositions spéciales des implications en résulteraient pour les autres participants. Par exemple, une pression à la hausse sur les monnaies fortes pourrait être renforcée, en particulier si les marchés anticipaient des déséquilibres croissants à l'intérieur du système. En pareil cas, un recours à des modifications des cours pivots s'avérerait inévitable, ce qui nuirait à la stabilité et à la crédibilité du système.

Sans prétendre éliminer les implications concernant les interventions en dollars, et sans introduire de régime particulier, on pourrait considérer que le fardeau imposé aux débiteurs serait en toute hypothèse allégé du fait que le système monétaire devrait comporter comme le prévoit l'annexe de Brême de substantielles facilités à court terme allant jusqu'à un an au maximum.

Ainsi qu'il a déjà été indiqué, le choix de l'ECU, identique à l'UCE, comme numéraire du système d'intervention présenterait des avantages de simplicité et de cohérence, compte tenu du souci d'étendre l'usage de l'UCE dans

la Communauté. L'utilisation de ce panier standard comporte cependant certaines complications. Ainsi par exemple, le changement des pondérations de monnaies qui résulterait de modifications individuelles de cours pivots, entraînerait une variation de la valeur de l'ECU en termes des monnaies nationales qui pourrait donner lieu à des problèmes de répartition des risques de change dans les règlements effectués en ECU. Ces problèmes pourraient être résolus ou acceptés, étant donné que tout régime de règlements comporte un certain risque de change dans un monde caractérisé par le flottement général des monnaies. En revanche, les solutions seront plus difficiles à trouver et certainement moins satisfaisantes ou facilement acceptables pour le cas de monnaies quittant le système de change. Il n'apparaît guère possible de laisser les fluctuations de la ou des monnaies ne participant pas au système affecter les obligations d'intervention des pays participants, et toute autre approche, par exemple le gel de la valeur de la monnaie absente, supprimerait l'identité entre l'ECU et l'UCE.

Ces derniers problèmes pourraient être résolus si un panier ajustable (poids constants des monnaies au lieu des quantités fixes du panier standard) était choisi comme base de l'ECU à la fois pour les interventions et pour les règlements, mais outre le fait qu'entre deux ajustements - c'est-à-dire entre deux modifications de cours pivots - l'ECU panier ajustable se comporte en pratique exactement comme l'ECU panier standard, le panier ajustable présente l'inconvénient d'être en contradiction avec les indications de l'annexe au communiqué de Brême et de constituer une unité différente de celle en usage dans plusieurs domaines de la Communauté.

b) Grille de parités

Un tel système limiterait le rôle de l'ECU à celui de numéraire pour l'expression de cours pivots qui serviraient de base pour l'établissement d'une grille de parités bilatérales à partir desquelles l'application de la marge définirait les cours limites d'intervention bilatéraux. On éviterait de la sorte les difficultés opérationnelles et certains inconvénients du système ECU mais on ferait reposer la stabilisation des cours de change sur un mécanisme identique à celui du "serpent", qui, l'expérience l'a montré, ne comporte pas que des avantages.

c) L'ECU, base d'une grille de parités et indicateur de divergence

Si les deux approches décrites en a) et b) ci-dessus sont différentes, elles ne sont pas pour autant mutuellement exclusives. Elles peuvent en effet être combinées de telle manière qu'à la définition des cours limites bilatéraux vienne s'ajouter l'application d'un instrument de mesure des divergences fondé sur l'ECU. La détection d'une monnaie divergente pourrait alors déclencher des concertations en vue de l'adoption de mesures appropriées qui pourraient comporter par exemple des interventions intramarginales, impliquant éventuellement l'autorisation donnée par certaines banques centrales d'utiliser leurs monnaies ou d'autres mesures d'ajustement (y compris la modification éventuelle du cours-pivot). Les concertations de ce genre pourraient également tenir compte d'autres indicateurs. On pourrait concevoir d'établir progressivement, à la lumière de l'expérience du fonctionnement du système, certaines règles afin d'éviter de devoir recourir trop souvent à ces concertations dont la mise en oeuvre n'est pas toujours aisée ou rapide.

Dans cette approche mixte, l'ECU constituerait ainsi un complément essentiel à la gestion d'un système de parités, notamment en permettant le développement des interventions intramarginales et la diversification du choix des monnaies d'intervention. Etant donné que l'ECU servirait à libeller les dettes et les créances, on retrouverait, au plan des règlements, les mêmes effets sur les valeurs de ces dettes et créances que ceux qui ont été mentionnés à propos du système basé sur l'ECU panier standard; en particulier, la garantie de change existant actuellement dans le "serpent" serait modifiée.

Une telle formule mixte\* pourrait allier les avantages du système fondé sur l'ECU à la simplicité de mise en oeuvre qui caractérise le système de grille de parités.

3. Les obligations et modalités d'intervention

a) L'ampleur des marges

La détermination de l'ampleur des marges est liée au caractère strict du système et à sa coexistence avec le "serpent".

---

\* Les modalités de fonctionnement d'une telle formule mixte sont esquissées en annexe.

Dans un système avec un numéraire de type panier, il n'est pas possible de fixer avec précision le niveau des marges vis-à-vis de l'ECU qui donnerait la même probabilité d'intervention que les marges du "serpent". D'autre part, le maintien intégral de celui-ci peut avoir plusieurs sens qui ont un impact direct pour l'ampleur de la marge vis-à-vis de l'ECU

- soit, l'objectif est de garder les cours limites d'intervention actuels du "serpent" comme des extrêmes ou maxima qui seront pratiquement jamais atteints, c'est-à-dire que le "serpent" serait "hiberné" et conserver à titre de système de rechange en cas de besoin; dans une telle hypothèse la marge vis-à-vis de l'ECU pourrait être égale ou inférieure à 1 1/8%;
- soit, le maintien du "serpent" signifie que celui-ci reste pleinement opérationnel, c'est-à-dire que ses règles d'intervention jouent plus souvent que celles du système ECU et dans ce cas la marge vis-à-vis de l'ECU devrait être égale ou supérieure à 2,25%;
- soit enfin, l'objectif est d'assurer une certaine alternance dans les obligations d'intervention propres aux deux systèmes "serpent" et ECU et dans ce cas une marge vis-à-vis de l'ECU de l'ordre de 1,75% semblerait adéquate.

Ainsi que l'annexe de Brême le prévoit, il serait possible d'adopter des marges différentes selon que les monnaies participent ou non au "serpent". La diversification pourrait aussi reposer, selon certains, sur les pondérations inégales des monnaies dans l'ECU, les monnaies à faible pondération auraient une marge plus large que celles dont le poids est élevé afin de rétablir la symétrie des fluctuations nominales de taux de change et donc celle de la charge de l'intervention qui, autrement, pèserait lourdement sur les pays dont les monnaies ont une faible pondération.

Il convient de noter que ce dernier problème de différenciation des marges ne se poserait pas dans un système de grille de parités et que la première différenciation mentionnée ci-dessus pourrait être introduite dans l'un et l'autre système.

Même s'il ne faut pas exclure l'utilité pour certains pays, en particulier au stade initial, d'adopter des marges plus larges, il semblerait plus opportun cependant d'appliquer des marges uniformes pour toutes les monnaies participant au système de change.



b) Les monnaies d'intervention

Ainsi qu'il a déjà été indiqué, dans un système où les obligations d'intervention sont basées sur l'ECU, une monnaie peut atteindre et atteindra généralement sa limite d'intervention sans qu'aucune autre n'ait atteint sa limite opposée. Un certain choix s'offrira alors certainement pour déterminer la monnaie d'intervention et il devrait pouvoir être exercé sans concertation préalable ni contestation possible si l'on veut assurer au système un degré de rigueur et d'efficacité satisfaisant.

Dans un tel système ECU, il y aurait donc lieu de fixer, par des règles sensiblement plus élaborées que celles du "serpent":

- dans quelles circonstances et conditions les banques centrales seront tenues d'accepter que leur monnaie soit utilisée dans les interventions des autres, sans limitation de montant et sans concertation préalable. Ce régime s'apparenterait, à certains égards, à l'acceptation d'interventions intra-marginales automatiques et l'expérience du "serpent" dans ce domaine peut faire douter de la possibilité de le mettre sur pied avec une ampleur suffisante;

- dans quelles circonstances les banques centrales seraient tenues de se servir de monnaies tierces, dans leurs interventions, faute de monnaies communautaires utilisables à cet effet ou d'un changement de cours pivot.

Dans un système de grille de parités, les limites exprimées en cours nominaux, qui sont atteintes simultanément par au moins deux monnaies, désignent automatiquement la monnaie d'intervention à utiliser. Cette simplicité opérationnelle a cependant pour corollaire que, sauf dispositions particulières à prendre en concertation, la charge des interventions repose entièrement, à parts égales, et en sens opposés, sur les seules banques centrales dont les monnaies ont atteint leurs cours limites. En outre la symétrie présente un certain caractère illusoire étant donné d'une part qu'une monnaie peut atteindre sa limite du seul fait de la forte spéculation à la baisse ou à la hausse qui se développe sur une autre monnaie, d'autre part qu'il existe toujours une différence sensible entre une situation de perte de réserves et une situation d'accumulation.

Dans la formule mixte qui combinerait la grille de parités avec l'ECU indicateur de divergence, le problème du choix des monnaies d'intervention dépendra largement de l'importance que l'on accordera à cet indicateur. En

effet, plus celui-ci jouera un rôle dans les politiques d'intervention, plus on se rapprochera du système basé sur l'ECU, avec par conséquent la nécessité de fixer certaines règles, mais avec la grande différence que dans la formule mixte les obligations d'intervention continueraient à reposer sur la grille de parités et ne comporteraient donc pas les ambiguïtés et les problèmes du système ECU. Toutefois, en vue à la fois d'obtenir certains des résultats de ce dernier et d'éviter les limitations ou la rigidité propres au système de grille de parités, il serait opportun:

- d'envisager d'autoriser des interventions dans toute monnaie située à un certain pourcentage de la limite de la bande, dans le sens qui tendrait à l'éloigner de cette limite,
- de définir les critères selon lesquels des interventions en monnaies tierces seraient souhaitables.

c) Coordination des politiques à l'égard des monnaies tierces

La coordination des politiques à l'égard des monnaies tierces devrait s'inspirer des considérations suivantes:

- les pays membres de la Communauté ne forment pas un ensemble fermé: il n'y a pas de raison pour que leurs déficits et excédents se compensent en permanence et le solde extérieur de la Communauté doit être financé par des interventions en monnaies tierces sous réserve de l'ajustement qui peut ou pourrait avoir lieu par les cours de change;
- la Communauté ne peut se substituer aux pays tiers dans la conduite de leurs politiques de change;
- la stabilité des relations de change, dans la Communauté, ne peut s'accomoder de politiques divergentes vis-à-vis des monnaies tierces et cela sera particulièrement vrai dans un système qui en réunissant toutes les monnaies communautaires pourrait avoir tendance à être plus sensible aux influences extérieures.

La combinaison de ces considérations s'est heurtée à de nombreuses difficultés dans le cadre du "serpent" et le nouveau système européen ne peut y échapper par le seul effet des caractéristiques dont il serait doté. Au contraire, certaines des caractéristiques du système basé sur l'ECU, font craindre à certains des effets peu souhaitables quant à l'attitude à l'égard du dollar. Toutefois, la volonté même de construire un nouveau système devrait fournir

l'occasion d'une nouvelle impulsion politique en faveur de l'adoption de certaines règles, en liaison avec les interventions en monnaies tierces, dont quelques unes existaient déjà mais ne sont pratiquement plus appliquées. A titre d'exemple, on pourrait envisager:

- l'absence d'interventions simultanées en sens opposés;
- l'utilisation des monnaies tierces pour respecter les marges, lorsque la position des monnaies communautaires ne justifie pas d'interventions dans ces monnaies;
- le freinage des mouvements accidentels excessifs des monnaies tierces (Arrangement du 12 mars 1975);
- l'abstention d'interventions de nature à accentuer la tendance spontanée d'une monnaie tierce.

La priorité à accorder éventuellement à l'une ou à l'autre des règles ci-dessus devrait être décidée en concertation.

### III. LE FONDS MONETAIRE EUROPEEN

La constitution d'un Fonds Monétaire Européen dans les deux ans qui suivent l'entrée en vigueur du système monétaire européen, en tant que centre nerveux de ce système, soulève des problèmes d'ordre politique et juridique qui dépassent la simple gestion technique de réserves de change et d'un réseau de crédits. L'examen approfondi de ces questions, auquel les Gouverneurs entendent se livrer sans retard, ne peut différer la mise en oeuvre, dès la phase transitoire, de différentes mesures appelées à être consolidées, lors de la phase finale, dans le cadre du Fonds Monétaire Européen. Dès lors, le présent rapport accorde plus particulièrement son attention à ces mesures.

#### 1. Création initiale d'ECU

Les Gouverneurs estiment que cette création doit être gouvernée en priorité par des considérations d'ordre pratique permettant sa mise en oeuvre parallèlement au système monétaire européen et son évolution ultérieure vers un stade plus élaboré.

Ces considérations tiennent en particulier aux obstacles d'ordre juridique qui peuvent s'opposer, au moins dans certains pays, à la cession d'une fraction des réserves de change contre ECU, à l'opportunité d'exploiter dans l'immédiat la structure existante du FECOM, et à l'exigence de simplicité de fonctionnement qui conditionne l'acceptabilité et la continuité d'un processus de centralisation progressive des réserves de change communautaires.

a) La création d'avoirs en ECU contre actifs de réserves

Par souci de simplicité, les Gouverneurs estiment que la création initiale d'ECU devrait être réalisée sans entraîner de transferts de propriété ni de redistribution patrimoniale implicite entre banques centrales: en d'autres termes, les réserves ne seraient pas définitivement cédées, les risques resteraient à la charge des banques centrales propriétaires des réserves, et le rendement ne serait guère affecté par la "transformation" des réserves en ECU. Sur le plan technique, ce résultat pourrait être atteint de façon appropriée par la formule du "swap" renouvelable de réserves contre ECU, entre les banques centrales et le FECOM. Ces swaps seraient conclus pour une période de un ou trois mois, renouvelables, mais pourraient être dénoncés avec deux jours de préavis afin d'assurer la liquidité en dollars des réserves détenues en ECU. L'échéance des swaps serait mise à profit pour en ajuster les montants en fonction de la variation de valeur en ECU des actifs de réserve, ainsi qu'en fonction des acquisitions et cessions de dollars, pour la fraction de celles-ci qui devrait être imputée au FECOM.

La liquidation des soldes débiteurs en ECU subsistant à la fin de la période transitoire pourrait intervenir par le rachat d'ECU auprès des pays qui en auraient accumulé, soit contre la monnaie de ces pays, soit au moyen d'autres actifs de réserve, par exemple selon les conditions prévues par l'Accord de Bâle. Cette liquidation pourrait encore être opérée sur d'autres bases en fonction des dispositions qui seraient mises au point pour le passage à la période définitive.

La majorité des Gouverneurs estime que les apports de réserve pourraient être composés d'or et de dollars, à concurrence de 20% des avoirs existants sous cette forme. Cependant, pour éviter les difficultés naissant de l'apport d'avoirs de nature différente, dans des proportions différentes, on pourrait

envisager, de limiter si nécessaire à l'origine les apports aux seuls avoirs en dollar, ce qui permettrait en outre de se livrer à un examen plus approfondi des implications financières et politiques de la mobilisation de l'or. Celle-ci devrait cependant être réalisée pendant la phase transitoire, sans attendre la constitution du Fonds Monétaire Européen.

Le FECOM pourrait comme prévu par l'annexe de Brême acquérir et céder des dollars, dans le cadre d'opérations de swap contre ECU, 20% des montants en dollars utilisés pour les interventions dans le marché. Afin d'introduire une certaine flexibilité dans l'utilisation et l'accumulation d'avoirs en ECU, il pourrait être prévu que cette imputation au FECOM des transactions en dollars constituerait un droit (mais non une obligation), pour le pays qui cède des dollars et dont la proportion d'ECU dans les réserves totales augmente de ce fait et une obligation pour le pays qui acquiert des dollars et dont la proportion d'ECU dans les réserves totales diminue de ce fait.

Les avoirs en ECU issus de l'apport de réserves serviraient en première analyse aux règlements intracommunautaires, sans cependant exclure la possibilité, pour les débiteurs, d'utiliser en règlement les autres types d'avoirs de réserve, non susceptibles d'être apportés au FECOM dans l'immédiat. Les avoirs en ECU pourraient être convertibles en dollars auprès du FECOM, à des conditions à déterminer. De surcroît, des dispositions devraient être prises pour permettre, entre banques centrales, des transactions en ECU contre dollars ou monnaies communautaires, indépendantes des règlements intracommunautaires.

Les règlements intracommunautaires effectués en ECU auraient un caractère libérateur pour les débiteurs. Les créanciers ayant accumulé des avoirs en ECU devraient cependant accepter de livrer ces avoirs, contre leur monnaie ou autres actifs de réserve, de manière à permettre à d'autres banques centrales de dénouer leurs swaps avec le FECOM en cas de besoin.

#### b) Le système de crédit

Afin d'assurer le fonctionnement du système monétaire européen, le financement illimité à très court terme, prévu par le "serpent", devrait être maintenu et étendu aux interventions effectuées en application de ce système; il serait comptabilisé en ECU par le FECOM. Afin de faciliter les désendettement par la voie du rachat de la monnaie du créancier, et, en même temps, d'alléger le fardeau des éventuels "débiteurs malgré eux", l'échéance initiale du financement à très court terme pourrait, selon certains Gouverneurs, être portée de 30 à 60 jours fin de mois.

Le renouvellement automatique de ce financement pourrait être inséré dans le soutien monétaire à court terme dont la durée totale, jointe à celle du très court terme, ne devrait pas dépasser un an, et dont les quotes-parts seraient augmentées. Cette augmentation pourrait absorber, selon certains Gouverneurs, la moitié de l'enveloppe globale des apports en monnaies nationales prévue par le communiqué de Brême, l'autre moitié étant réservée à des crédits d'une autre nature, assortis de conditions appropriées. Dans le stade initial, le dépôt de monnaie nationale contre ECU semble poser pour certaines banques centrales des difficultés qui ne paraissent pas pouvoir être réglées dans des délais raisonnables. Au demeurant le système de crédit pourrait fonctionner dans cette première période transitoire par les lignes de crédit couvertes aux banques centrales auprès du FECOM.

Il va de soi que d'autres conceptions peuvent être envisagées tel que le maintien durant la période initiale du régime de règlements actuellement en vigueur dans le "serpent" (c'est-à-dire essentiellement transferts d'actifs selon la composition des réserves brutes du débiteur), étant entendu que ce régime ferait place progressivement, en fonction des procédures nationales, plus ou moins longues selon les pays, qui sont requises pour le dépôt d'avoirs auprès du FECOM, au système de règlements par transferts d'ECU créés contre ces dépôts.

## 2. L'évolution ultérieure

Les conditions de fonctionnement du FECOM proposées ci-dessus, pour la période transitoire, ne devraient pas demeurer statiques. En fonction de l'expérience et d'études techniques plus approfondies, à entreprendre au cours de cette période, le rôle du FECOM pourrait être étendu.

La création du Fonds Monétaire Européen devrait fournir l'occasion d'une mutation plus ambitieuse conduisant à terme à la création d'une banque centrale de la Communauté. Le Fonds recevrait progressivement une autonomie d'action lui permettant d'assumer sa vocation de centre nerveux du système monétaire européen. Il recevrait la propriété des réserves de change qui lui seraient transférées et les gérerait aux risques de la Communauté. La création d'ECU contre apports effectifs des monnaies nationales, prévue dans l'annexe de Brême, serait un des éléments du Fonds.

## CONCLUSIONS

Pour que la mise en oeuvre des conclusions du Conseil Européen de Brême puisse aboutir à un plan d'action dont les grands axes soient tracés avant le 31 octobre 1978, les Gouverneurs proposent aux Ministres de se prononcer sur les options fondamentales suivantes:

1. L'établissement d'une zone de stabilité, qui constitue l'objectif du nouveau système monétaire européen, exige la poursuite des efforts tendant à réduire les disparités d'évolution économique entre pays membres. Si une réforme du système de change peut contribuer à faciliter cette évolution, c'est à la condition de permettre et même de favoriser les ajustements des politiques économiques et monétaires nécessaires à l'élimination de ces disparités, dans le respect de la stabilité, c'est-à-dire d'une manière qui ne mette en péril les résultats obtenus par certains pays en matière de lutte contre l'inflation mais aide au contraire à réduire celle-ci dans les pays où elle est élevée.

Sous réserve de cet impératif fondamental, est-on prêt à admettre qu'aussi longtemps que d'importantes disparités subsisteront, le système devra comporter d'importants éléments de flexibilité, sous la forme, d'une part, de crédits intracommunautaires suffisants pour permettre aux politiques économiques et monétaires d'exercer leurs effets et d'assurer la crédibilité des obligations de change assumées, et, d'autre part, de l'adaptation en temps opportun des rapports de change entre monnaies lorsque ces disparités acquièrent un caractère irréversible?

2. Trois conceptions de base peuvent être envisagées pour le régime de change, qui se reflètent dans le choix et l'utilisation du numéraire, étant entendu que dans les trois cas, l'ECU servirait à la fois à l'expression des cours-pivots, au libellé des dettes et créances et à la création d'un nouvel actif de réserve.

- a) Les cours d'intervention sont, eux aussi, définis en ECU, et, pour les pays membres du "serpent", les obligations qui s'attachent à ces limites s'ajoutent à celles du "serpent", exprimées en cours d'intervention bilatéraux;
- b) Les cours d'intervention sont exprimés en monnaies, deux à deux, comme dans le "serpent" ("grille de parités");

- c) Les deux systèmes sont combinés en ce sens que les cours d'intervention sont exprimés en cours croisés entre monnaies, tandis que l'ECU sert en même temps d'indicateur de divergence permettant d'apprécier la position de chaque monnaie ainsi que les charges d'intervention et d'ajustement qui paraîtraient requises.

Deux questions connexes doivent être résolues:

- Le rôle éventuellement attribué à l'ECU, dans le système de change, justifie-t-il que l'ECU soit défini par un panier ajustable et non par un panier standard tel que l'ECU actuelle?
- Dans la conception a) ci-dessus, convient-il de fixer l'ampleur des marges de manière à ce que les obligations du nouveau système aient en permanence la priorité sur celles du "serpent", de manière à ce que cette priorité soit inversée, ou qu'il en résulte une alternance entre les obligations issues de l'un et l'autre système?

3. Tout système qui attribue un rôle à l'ECU, soit exclusif soit complémentaire, dans la détermination des obligations ou la répartition des charges de l'intervention implique l'adoption de nouvelles règles et politiques d'intervention en monnaies communautaires et en monnaies tierces:

- Est-on d'accord pour accepter des interventions plus systématiques et plus diversifiées en monnaies communautaires, même lorsque ces monnaies n'ont pas atteint les cours limites (nominaux ou en ECU) annoncés au marché?
- Est-on d'accord pour établir des critères d'intervention en monnaies tierces?

4. Le système doit être accompagné de substantielles facilités de crédit.  
L'accord peut-il être réalisé sur

- le report de l'échéance initiale du financement à très court terme de 30 à 60 jours fin de mois?
- l'augmentation de volume du soutien monétaire à court terme à hauteur de la moitié de l'enveloppe globale prévue pour les montants des apports en monnaie nationale?



5. Peut-on admettre que les dispositions relatives au Fonds Monétaire Européen soient mises en oeuvre en deux étapes,

- la première prenant appui sur le FECOM, n'entraînant pas de mutations des risques, du fait de la création d'ECU contre apports de réserves, et s'accompagnant de la mise en oeuvre du crédit intracommunautaire à court terme élargi, sans le dépôt effectif de monnaies nationales,
- la seconde étant consacrée par la mise en place du Fonds Monétaire Européen, la communautarisation des risques sur les avoirs apportés au Fonds et le dépôt effectif de monnaies nationales comme base de la gestion du crédit intracommunautaire?

6. La mise en oeuvre de la phase transitoire implique en particulier les options fondamentales suivantes:

- l'adoption du "swap" de réserves contre ECU, comme technique appropriée de création d'ECU,
- le choix entre la création d'ECU contre dollars et or, ou contre dollars exclusivement à titre expérimental, à concurrence de 20% des réserves communautaires brutes?
- le choix entre la nécessité d'imputer au FECOM, de façon systématique, 20% de toute acquisition et cession de dollars, de la part des banques centrales, ou l'introduction d'une certaine flexibilité dans ces ajustements, conçue de manière à assurer à la fois une convertibilité satisfaisante en dollars des avoirs en ECU et un approvisionnement régulier du Fonds en dollars en liaison avec l'accroissement des réserves.
- le droit d'utiliser les avoirs en ECU à titre d'instrument libératoire, dans les règlements intracommunautaires, et l'obligation pour les banques centrales qui accumulent des avoirs en ECU d'en céder contre leur monnaie ou contre autres actifs de réserve.