

RAPPORT  
DU COMITE DES GOUVERNEURS AU CONSEIL SUR  
LE SYSTEME MONETAIRE EUROPEEN

---



Conformément au mandat qu'il a reçu du Conseil, le 24 juillet 1978, le Comité des Gouverneurs soumet ci-après au Conseil les conclusions de ses délibérations concernant le nouveau système monétaire européen qui a été discuté lors du Conseil européen réuni à Brême, les 6 et 7 juillet 1978.

Le Comité des Gouverneurs tient à souligner tout d'abord que si l'établissement d'une zone de stabilité monétaire en Europe requiert un système durable et efficace, aucun mécanisme de change ne peut toutefois 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. Tout en octroyant à la réduction graduelle des taux d'inflation une place prioritaire, il conviendra donc 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 l'ensemble de ces questions.

Aussi longtemps que d'importantes disparités subsisteront, le système devra comporter une flexibilité suffisante pour accommoder les déséquilibres. Il conviendra de faciliter l'adaptation rapide des rapports de change afin d'éviter qu'ils ne deviennent irréalistes sans nuire pour autant à la crédibilité des obligations de change assumées qui doivent elles-mêmes laisser une certaine flexibilité. Les facilités de crédit intracommunautaires devront être d'une ampleur qui laisse aux politiques économiques et monétaires le temps d'exercer leurs effets, mais il conviendra de concilier cette nécessité avec le souci de préserver un degré de rigueur satisfaisant dans la recherche d'une plus grande stabilité.

La pérennité d'une zone européenne de stabilité suppose enfin une étroite coordination des politiques de change vis-à-vis de l'extérieur, assortie, dans la mesure du possible, d'une concertation avec les autorités émettrices des principales monnaies tierces.

Vu l'urgence, le Comité des Gouverneurs s'est concentré sur les décisions indispensables au fonctionnement cohérent des dispositions qui devraient entrer en application dès la période transitoire. Il entend poursuivre ses travaux sur le fonctionnement du futur Fonds monétaire européen.

Il est supposé, tout au long du présent rapport, que tous les pays membres de la CEE participeront dès le début au nouveau système monétaire européen.

Les dispositions à prendre concernent respectivement le choix du numéraire, le système de change, le système de crédit et le système des règlements.

## I. LE NUMERAIRE

La décision, prise à Brême, de faire de l'ECU le pilier du système, implique un accord sur la définition de l'ECU ainsi que sur ses utilisations.

### 1. Définition de l'ECU

Les Gouverneurs sont d'avis que la définition de l'ECU devrait correspondre à celle de l'unité de compte européenne (UCE), assortie toutefois d'une possibilité de révision. Parmi les diverses formules qu'ils ont envisagées, pour la modification éventuelle du panier, les Gouverneurs retiennent plus particulièrement celle du panier dit "révisable", dont la composition ferait l'objet d'un examen tous les cinq ans, ou à la demande d'un pays si, dans l'intervalle, le poids relatif d'une monnaie s'est modifié de plus de 25% depuis la dernière révision. Un changement de composition du panier aurait pour but de rétablir une répartition des poids conforme à celle des critères économiques, dûment actualisés, ayant servi de base à la détermination initiale des poids. La révision s'effectuerait d'une manière qui garantisse la continuité de valeur de l'ECU, le jour où la composition du panier est modifiée.

Certains estiment qu'il conviendrait d'actualiser la composition du panier, selon le principe ainsi suggéré, dès avant l'entrée en vigueur du nouveau système monétaire européen. Sans élever d'objections à une telle éventualité, les Gouverneurs ont été sensibles à la réserve exprimée à ce

sujet par le représentant de la Commission, eu égard au risque de rompre l'effort d'harmonisation des unités de compte en vigueur dans la Communauté si la décision de revoir le panier reste limitée au domaine du système monétaire européen.

## 2. Utilisation de l'ECU

L'ECU, ainsi défini, serait utilisé à la fois

- comme dénominateur commun pour l'expression des cours-pivots;
- comme indicateur pour la détection de divergences entre monnaies communautaires;
- comme unité dans laquelle seront libellés les actifs et passifs détenus auprès du FECOM (créances et dettes, ainsi qu'avoirs de réserve);
- au stade initial, comme base pour le règlement des dettes nées dans le cadre du financement à très court terme et, au stade final, comme moyen de règlement.

Les cours-pivots seront exprimés sous la forme d'une équivalence fixe, mais modifiable, entre chaque monnaie et l'ECU et seront notifiés au FECOM. Compte tenu de la nature même du numéraire, formé d'un panier standard des monnaies communautaires, toute modification du cours-pivot d'une monnaie appelle un ajustement corrélatif des cours-pivots des autres monnaies et suppose dès lors une concertation qui donnera effet à l'accord mutuel prévu par le Conseil européen de Brême dans une telle circonstance.

Les cours-pivots exprimés en ECU serviront à déterminer la "grille des parités" réciproques entre monnaies, parités autour desquelles les marges de fluctuation adoptées permettront de fixer les cours d'intervention obligatoires qui seront annoncés au marché. Toutefois, le système de change différerait de celui du "serpent" par l'adjonction d'un indicateur de divergence, basé sur l'écart observé entre la valeur quotidienne de l'ECU dans chaque monnaie et le cours-pivot. Lorsque cet écart franchit un seuil, appelé "seuil de divergence", et fixé à titre expérimental à 75% de l'écart maximum théorique susceptible d'être observé pour chaque monnaie, les autorités monétaires du pays concerné seraient présumées devoir entreprendre une action de nature à atténuer ou éliminer le risque de tensions. Le seuil de divergence serait calculé, pour chaque monnaie, de façon à éliminer l'influence des disparités de pondération sur la probabilité d'atteindre ledit seuil.

Le FECOM utiliserait désormais l'ECU, en lieu et place de l'UCME (unité de compte monétaire européenne), pour libeller ses opérations. Cette utilisation s'appliquerait en premier lieu au financement à très court terme ainsi qu'aux créances et aux dettes au titre du soutien monétaire à court terme. L'évolution de la valeur de l'ECU influencera la valeur des créances et des dettes dans le FECOM. Les avoirs constitués en contrepartie de la remise au FECOM d'or et de dollars seraient des actifs de réserve en ECU; toutefois, la technique proposée pour cette remise, pendant la période transitoire, aurait pour effet de laisser aux différentes banques centrales la perte ou le gain relatifs aux avoirs transférés de cette manière au FECOM.

## II. LE SYSTEME DE CHANGE

La stabilisation des cours de change, dont dépend la formation d'une zone de stabilité, doit prendre appui sur un système durable et efficace. De l'avis des Gouverneurs, ce système devrait comporter trois éléments destinés à se renforcer mutuellement: les limites de fluctuation déterminées par la grille de parités et les marges adoptées autour de ces parités, les conséquences découlant de l'utilisation de l'ECU comme indicateur de divergence, la coordination des politiques suivies vis-à-vis des monnaies tierces.

### 1. La grille de parités et les marges

A l'instar du "serpent", le système de change comportera des cours d'intervention obligatoire fixés de part et d'autre des parités réciproques. A ces cours, les banques centrales seront prêtes à acheter et à vendre, de façon illimitée, sur leurs marchés respectifs, les monnaies atteignant leurs points limites d'intervention.

Pour les pays actuellement membres du "serpent", l'écart maximal instantané de fluctuation entre chaque paire de leurs monnaies restera fixé à 2,25%. Les Gouverneurs pensent que, au moins au stade initial, les pays non membres du "serpent" devraient pouvoir opter pour des marges plus larges. Cette option devrait s'exercer, étant entendu que les marges instantanées ne dépasseraient pas 6% et qu'elles seraient progressivement réduites au fur et à mesure que les conditions économiques le permettraient.

## 2. Les effets du seuil de divergence fondé sur l'ECU

Les Gouverneurs jugent utile d'adjoindre au système de change un mécanisme de détection des divergences, dont le premier objectif consisterait essentiellement à susciter l'action nécessaire pour prévenir ou corriger les tensions ou menaces de tensions dans la ou éventuellement les bandes communautaires. Un second objectif serait de favoriser la poursuite de politiques contribuant à améliorer la stabilité, tant dans les pays déficitaires que dans les pays excédentaires. Certains Gouverneurs sont d'avis qu'il faudrait, pour ce faire, modifier les dispositions de règlement et les arrangements de crédit relatifs aux créances et aux dettes nées des interventions des pays à monnaies divergentes fortes.

Les Gouverneurs ont examiné, sur la base d'un document soumis par le Président du Comité des Gouverneurs, l'interprétation à donner à la présomption d'action associée au franchissement du seuil de divergence. Tous s'accordent à penser que les consultations suggérées, en cas de divergence affirmée, peuvent apporter une contribution utile à l'adoption des mesures appropriées et à la stabilité du système de change. Il est reconnu que ces consultations devront être menées à des niveaux de responsabilité permettant l'adoption des décisions adéquates. Certains Gouverneurs soulignent l'importance qu'ils attachent au second objectif esquissé dans le paragraphe précédent, en tant que moyen de donner un contenu réel à ces consultations. Les vues des Gouverneurs diffèrent en ce qui concerne l'accent à mettre sur les interventions, en tant qu'objet premier de la présomption d'action proposée.

A titre d'illustration, deux annexes sont jointes au présent rapport: la première (Annexe 1) constitue le document présenté par le Président du Comité des Gouverneurs; la seconde (Annexe 2) représente une variante, soumise par un Gouverneur, de l'interprétation de la présomption d'action.

## 3. La coordination des politiques à l'égard des monnaies tierces

Bien qu'elle présente un lien étroit avec les actions susceptibles d'être recommandées au regard de l'indicateur de divergence, la coordination des politiques de change à l'égard des monnaies tierces reste hautement souhaitable même en l'absence de tensions ou divergences dans la bande communautaire. De plus, les Gouverneurs constatent que, dans le mécanisme actuel des taux de change de la Communauté, il arrive fréquemment que des tensions

apparaissent ou s'intensifient lorsque les taux de change d'importantes monnaies tierces sont instables.

Les Gouverneurs sont d'avis que, dans ce domaine, une étroite concertation entre eux et, lorsqu'il y a lieu, avec les autorités émettrices des monnaies tierces concernées, permettra d'harmoniser les actions entreprises. Si les difficultés de mener une politique commune vis-à-vis des monnaies tierces sont évidentes, il conviendra néanmoins d'éviter la conduite de politiques nationales incohérentes en matière d'interventions dans ces monnaies.

### III. LE SYSTEME DE CREDIT

Les Gouverneurs ont examiné la manière appropriée de donner effet à la volonté exprimée au Conseil européen de Brême de renforcer le potentiel de financement intracommunautaire associé au système de change et, en particulier, de prévoir de substantielles facilités de crédit à court terme.

A cette fin, les Gouverneurs ont envisagé la possibilité d'adapter la structure du soutien monétaire à court terme de telle manière que le crédit soit mis en oeuvre, non par un financement des banques centrales, mais bien par création d'avoirs en ECU contre remise de monnaie nationale. La souplesse d'une telle formule et sa conformité aux dispositions arrêtées à Brême - en ce qui concerne notamment l'émission d'ECU contre monnaies nationales - ont suscité un large intérêt parmi les Gouverneurs. Certains y voient une préfiguration des procédures vraisemblablement utilisées par le futur Fonds européen et sont favorables, en particulier, à la disparition des quotes-parts créditrices qu'entraîne cette formule. En revanche, d'autres Gouverneurs voient dans celle-ci des difficultés juridiques et techniques et sont préoccupés par l'ampleur des avoirs en ECU qu'une même banque centrale pourrait être amenée à accumuler en l'absence de toute limitation d'acceptation.

#### 1. Le volume du crédit

L'augmentation en volume des facilités de crédit pose le problème de leur répartition entre le concours financier à moyen terme, qui ne relève pas

directement des banques centrales, et le soutien monétaire à court terme (étant entendu que le financement à très court terme devrait rester illimité en volume). Le lien entre ces deux mécanismes se compliquent encore en raison du délai, qui selon toute probabilité, serait nécessaire pour que toute augmentation du concours financier à moyen terme puisse entrer en vigueur.

Partant de l'enveloppe globale d'environ 25 milliards d'ECU, en tant qu'interprétation généralement admise du format des facilités de crédit envisagé par le Conseil européen de Brême, les Gouverneurs ont examiné diverses possibilités de répartition entre les mécanismes d'assistance à court et à moyen termes, diverses approches fondées tantôt sur le volume des obligations de financement, tantôt sur celui du crédit effectivement disponible et diverses combinaisons d'augmentation relative des quotes-parts et rallonges dans le soutien monétaire à court terme.

La formule de compromis ci-après a été proposée par le Président du Comité des Gouverneurs et a recueilli un certain soutien. Sous réserve d'une augmentation appropriée et suffisamment rapide dans sa mise en oeuvre, du concours financier à moyen terme, le rapport actuel entre quotes-parts et rallonges, dans le soutien monétaire à court terme, serait maintenu, mais le volume du crédit effectivement disponible au titre de celui-ci serait porté de 5,8 à environ 15 milliards d'ECU. Les quotes-parts et rallonges seraient alors multipliées par environ 2,6 (cf. Annexe 3).

## 2. La durée du crédit

Les Gouverneurs s'accordent à proposer que la durée maximum combinée du financement à très court terme automatique et du soutien monétaire à court terme soit portée de 10-11 mois à 14-15 mois.

Aussi longtemps que la structure actuelle du soutien monétaire à court terme reste inchangée, cette durée totale se répartirait de la manière suivante: l'échéance initiale du financement illimité serait allongée d'un mois et la durée en serait donc portée à 60 jours fin de mois. La facilité de renouvellement automatique de ce financement, pour trois mois, à concurrence de la quote-part débitrice dans le soutien monétaire à court terme, resterait inchangée. La durée maximum du soutien monétaire à court terme serait portée à trois fois trois mois.

Deux banques centrales maintiennent cependant une réserve à l'égard de l'allongement à 60 jours fin de mois de la durée du financement initial à très court terme.

### 3. Arrangements spéciaux liés à l'indicateur de divergence fondé sur l'ECU

Certains Gouverneurs estiment que pour les raisons exposées dans le chapitre sur le système de change, des règles spéciales devraient être appliquées au régime de règlement et aux arrangements de crédit relatifs aux interventions dans lesquelles la monnaie d'une des banques centrales intervenantes est divergente mais pas l'autre, que ces interventions aient lieu aux limites bilatérales ou à l'intérieur de ces limites. En conséquence, ces Gouverneurs proposent que dans les cas où la monnaie divergente concerne un pays créancier, il devrait y avoir une disposition automatique pour renouveler le financement à très court terme jusqu'au moment où il serait décidé, lors de consultations, que les règles normales de règlement doivent être appliquées ou jusqu'au renversement de la situation du créancier; celui-ci pourrait alors voir ses créances réglées par achat de sa monnaie et le mécanisme de change s'en trouverait renforcé. Pour un tel financement à très court terme, le taux d'intérêt à payer serait réduit dans la mesure où le volume du financement dépasserait un certain montant qui pourrait être fixé en relation avec les quotes-parts du soutien monétaire à court terme.

### 4. Autres dispositions

Les facilités de crédit à court et à très court termes resteraient inchangées à tous autres égards. Le taux d'intérêt pour le financement à très court terme et celui pour le soutien monétaire à court terme continueraient à être fixés par les Gouverneurs, ceux-ci prenant en considération le fait que les créances et les dettes seraient désormais libellées en ECU.

## IV. LE SYSTEME DES REGLEMENTS

Dès la période transitoire, le système des règlements devrait être fondé sur l'utilisation d'avoirs en ECU constitués en contrepartie de la remise d'or et dollars au FECOM.



Les Gouverneurs ont examiné, dans leurs grandes lignes, le mode de création des avoirs en ECU, les utilisations potentielles de ces avoirs ainsi que leurs principales caractéristiques. Ils ne seront en mesure d'approfondir leur examen de ces questions que lorsque les éléments fondamentaux du système monétaire européen auront été clarifiés.

#### 1. La création d'avoirs en ECU

Au cours de la période transitoire, les exigences de simplicité opérationnelle doivent retenir une attention particulière dans la recherche de solutions aux problèmes posés par la création d'avoirs en ECU contre apports de réserves.

Il est proposé, dans cet esprit, de limiter les apports initiaux à des avoirs en or et en dollars, conformément aux indications données par le Conseil européen de Brême. Chaque banque centrale apporterait au FECOM, en or, 20% du poids d'or qu'elle détient et, en dollars, 20% soit de ses avoirs bruts en dollars exclusivement, soit, selon la préférence de certains, de ses réserves brutes, exprimées en dollars, autres que l'or et les monnaies communautaires (cf. Annexe 4).

Chaque banque centrale serait créditée en ECU, en contrepartie de ces apports. Le cours de conversion serait celui du marché, pour le dollar; en ce qui concerne l'or, les Gouverneurs estiment que le cours de conversion devra être voisin et dérivé des prix du marché, sur une base déterminée de commun accord par les Gouverneurs.

Les Gouverneurs sont d'avis que, pour la période transitoire, la création d'avoirs en ECU contre apports d'or et de dollars devrait prendre la forme de swaps renouvelables à trois mois, ou de remises de ces actifs de réserve. Dans les deux cas, les risques relatifs aux apports, qui seront de compositions très différentes, resteront ainsi à la charge des banques centrales individuelles. Ultérieurement, lors de l'élaboration des dispositions relatives au Fonds monétaire européen, le transfert définitif des actifs de réserve au Fonds et la communautarisation des risques implicite dans un tel transfert pourraient être envisagés.

La création initiale d'ECU serait suivie, à intervalles déterminés, d'ajustements destinés à rétablir le rapport initial entre le volume global des avoirs en ECU et le volume des autres avoirs de réserve. Ces ajustements,

destinés à réaliser de façon simple la volonté manifestée à Brême de faire participer l'ECU aux variations de réserve résultant des acquisitions et ventes de dollars, s'effectueront suivant des modalités qui devront être précisées et être compatibles avec le rôle des avoirs en ECU dans les règlements intracommunautaires.

## 2. L'utilisation des avoirs en ECU

Afin d'être acceptés au rang des autres catégories d'instruments de réserve, les avoirs en ECU devront être dotés de qualités comparables, notamment au point de vue de leurs conditions d'utilisation.

Les avoirs en ECU auront vocation prioritaire à servir au règlement de dettes nées dans le cadre du financement à très court terme.

Des dispositions spécifiques devront être envisagées afin que les avoirs en ECU puissent être utilisés à l'achat de monnaies convertibles, en particulier de dollars, en cas de besoin. Cette mobilisation pourrait prendre la forme de swaps de dollars avec le FECOM lui-même, ou de transferts volontaires entre banques centrales.

## 3. Caractéristiques des avoirs en ECU

Les Gouverneurs estiment, pour l'instant, que la masse des avoirs et des créances libellés en ECU, détenus par une banque centrale tant au titre du financement à très court terme que du soutien monétaire à court terme, ou encore des réserves constituées en contrepartie de remise d'or et de dollars devrait être traitée indistinctement du point de vue de la rémunération qui s'y attache.

Cet objectif pourrait être atteint par deux dispositions complémentaires: la première consisterait à exiger des banques centrales un droit de garde sur l'or qu'elles apportent, de manière à assurer au FECOM un rendement sur l'or comparable au rendement du placement des dollars. La seconde consisterait à rémunérer les ECU sur la base du rendement moyen obtenu par le FECOM sur ses placements de dollars, sur l'or et sur ses créances libellées en ECU.

LE GRILLE DE PARITES COMBINEE AVEC L'INDICATEUR DE DIVERGENCE

Signification du "compromis belge"

---

1. Rappel

Les effets attachés à l'indicateur de divergence, selon la proposition belge, ont été succinctement définis comme suit:

"1. Lorsqu'une monnaie a franchi son seuil de divergence, la banque centrale concernée devra, en principe, diversifier ses pratiques d'intervention:

- a) si la limite bilatérale n'est pas atteinte, elle devra commencer à intervenir, soit en monnaies communautaires (cf. d)), soit en dollars, pour freiner sa tendance divergente;
- b) si la limite bilatérale est atteinte, elle devra intervenir non seulement dans la monnaie en opposition mais aussi pour soulager la situation de celle-ci, en dollars ou en d'autres monnaies communautaires proches de leur limite bilatérale opposée (cf. d));
- c) si elle ne procède pas comme indiqué sub a) ou sub b), elle devra s'en expliquer en concertation;
- d) afin de faciliter la diversification des interventions, une banque centrale ne pourra pas s'opposer à des interventions stabilisatrices dans sa monnaie, à concurrence d'un plafond convenu, lorsque cette monnaie est relativement proche d'une limite d'intervention bilatérale (par exemple, à moins de 0,25%) ou a elle-même franchi son seuil de divergence ECU dans le sens opposé.

2. Lorsqu'une monnaie est restée continuellement au-delà de son seuil de divergence, pendant une période déterminée, les autorités monétaires du pays concerné font part, en consultation, de leur appréciation de la situation et, le cas échéant, des mesures qu'elles envisagent d'adopter."

## 2. La portée normative du "seuil de divergence"

a) Le franchissement du seuil de divergence, par une monnaie, entraîne la présomption qu'une action doit être entreprise, de la part des autorités monétaires concernées.

Cette présomption n'est pas fondée sur l'attribution d'un caractère "anormal" au comportement de la monnaie divergente, mais bien sur la détection précoce d'un risque de tension, dans le système monétaire européen, en raison de la tendance d'une monnaie à diverger des autres.

La présomption ainsi proposée admet la preuve contraire: elle peut être renversée par de bons arguments, à exposer en concertation. La nature de ces arguments est examinée à la section 3 de la présente note.

Il est à noter dès à présent que pour renverser la présomption, il n'est ni suffisant ni nécessaire de prouver que l'origine de la tension est étrangère à la situation de la monnaie divergente, ou peut être attribuée à la situation des autres monnaies communautaires, même non divergentes: il faut et il suffit qu'une action de la part des autorités monétaires responsables de la monnaie divergente soit démontrée inopportune au regard de la stabilité du système monétaire européen.

b) L'action présumée opportune, au moment où le seuil de divergence est franchi, consiste, en première analyse, en interventions diversifiées dans le marché des changes.

L'intervention n'est pas pour autant préférée à d'autres mesures propres à mettre fin ou à freiner la divergence. D'autres mesures, telles que l'infléchissement de la politique monétaire, la réglementation des mouvements de capitaux, une action d'ordre fiscal ou budgétaire, voire une adaptation

du cours-pivot, peuvent entrer en ligne de compte. En général, cependant, l'intervention dans le marché est chronologiquement la mesure la plus rapide susceptible d'être mise en oeuvre et permet de tester l'opportunité de recourir à d'autres moyens moins facilement réversibles si la divergence est de caractère passager. Il est à noter que l'intervention elle-même n'a pas un caractère automatique, puisqu'elle doit être "dosée". Il n'y a pas d'obligations de "tenir" un cours bilatéral, aussi longtemps que le point d'intervention obligatoire n'est pas atteint.

Si, cependant, l'obligation d'intervenir paraissait trop mécanique, on pourrait concevoir qu'elle soit retardée jusqu'au moment où le franchissement du seuil de divergence est confirmé par cinq journées consécutives de "divergence". Le délai pourrait être mis à profit pour déclencher une consultation.

Une banque centrale soucieuse de ne pas être amenée à des interventions intramarginales, par le fait que sa monnaie viendrait à franchir le seuil de divergence, pourrait aussi provoquer, à titre préventif et facultatif, une consultation "anticipée" lorsque sa monnaie approche de ce seuil (par exemple, lorsqu'elle a franchi 80% de la distance entre le cours-pivot en ECU et le seuil de divergence).

c) Le but de l'intervention étant à la fois de freiner la divergence et d'alléger le fardeau des monnaies en opposition, la notion de diversification des interventions est très importante.

Cette notion implique que les interventions commandées par le franchissement du seuil de divergence ne soient pas normalement effectuées dans la seule monnaie située à l'autre extrême de la bande. Elles doivent aussi être effectuées en dollars et/ou en d'autres monnaies communautaires, à moins que l'utilisation de ces monnaies soit par ailleurs contre-indiquée.

Lorsque les limites d'intervention bilatérales sont atteintes, l'action présumée, de la part de la banque centrale dont la monnaie a franchi son seuil de divergence, n'est pas l'intervention elle-même, qui est obligatoire par hypothèse, mais bien la diversification du choix des monnaies d'intervention, en vue d'alléger le fardeau de la monnaie en opposition.

### 3. Motifs et limites de l'exonération

Au moment où une banque centrale est présumée devoir intervenir, l'intervention peut être inoportune, pour des raisons tenant soit au comportement de la monnaie divergente elle-même, soit à celui des monnaies d'intervention susceptibles d'être utilisées.

Au regard de la monnaie divergente, l'intervention intramarginale peut être contre-indiquée pour des motifs tenant

- soit à la stratégie de marché: en cas de lame de fond spéculative, l'intervention intramarginale est sans utilité. Des événements exogènes (période électorale, grèves, etc...) peuvent renforcer l'expectative de tels mouvements; il serait possible d'exonérer la banque centrale concernée de la présomption en faveur d'interventions même avant que le seuil de divergence n'ait été franchi;

- soit à la politique monétaire: dans ce cas, c'est moins le fait d'intervenir que le volume des interventions qui est en cause. Cependant, si la banque centrale dont la monnaie diverge se refuse à adapter sa politique monétaire aux besoins d'une réduction des tensions dans le système monétaire européen, et s'il apparaît en concertation que, dans les autres pays, une adaptation en sens inverse de la politique monétaire est également exclue, la perspective d'un ajustement nécessaire du cours-pivot gagne en vraisemblance.

Au regard des monnaies d'intervention, le caractère inoportun de l'action dans le marché pourrait résulter

- de l'absence de monnaies communautaires situées dans "la frange" opposée;
- de l'épuisement des plafonds fixés aux interventions que les monnaies situées dans cette frange doivent supporter;
- de contre-indications quant à l'utilisation du dollar (risque d'accroissement d'une tendance spontanée indésirable, risque d'interventions en sens contraire, etc...).

A ces motifs justifiant l'exonération des interventions auxquelles une banque centrale dont la monnaie diverge serait présumée devoir se livrer, on peut opposer d'autres considérations susceptibles de venir en renforcement de la présomption en faveur d'interventions diversifiées.

Il en serait ainsi, en particulier, en cas de tensions dans la bande communautaire entre une monnaie divergente et une monnaie non divergente

- si, la monnaie divergente étant supposée forte, la monnaie non divergente située à l'autre extrême s'apprécie néanmoins, sur la base du mouvement observé les jours précédents, vis-à-vis du dollar et du DTS;
- si, la monnaie divergente étant supposée faible, la monnaie non divergente située à l'autre extrême se déprécie néanmoins, sur la base du mouvement observé les jours précédents, vis-à-vis du dollar et du DTS.

Dans ces situations, où la monnaie divergente "entraîne" manifestement toute la bande communautaire, des interventions en monnaies tierces devraient être entreprises par la banque centrale dont la monnaie diverge, en principe dans la même proportion au moins que les interventions en monnaies communautaires, sauf autres mesures d'ajustement et notamment l'adaptation du cours-pivot de la monnaie divergente.

#### 4. Les monnaies communautaires dans la frange

Les banques centrales dont les monnaies sont situées dans la frange doivent accepter que leurs monnaies soient utilisées dans les interventions des autres, à hauteur du plafond fixé, sans concertation préalable.

Il s'agit cette fois non d'une présomption, mais d'une obligation, nécessaire pour créer un potentiel de moyens utilisables par les banques centrales dont la monnaie diverge. L'Annexe de Brême ayant clairement marqué une préférence pour les interventions en monnaies communautaires, l'allègement du fardeau imposé à la banque centrale dont la monnaie est au point d'intervention implique l'utilisation d'autres monnaies qui ne sont pas au point d'intervention.

Le plafond assigné à ces interventions pourrait être exprimé en proportion de la quote-part dans le soutien monétaire à court terme; toute intervention intramarginale effectuée sans concertation préalable "entamerait" le plafond pour une durée de trois mois.

5. Persistance d'une divergence

Le dispositif du compromis belge prévoit une consultation obligatoire entre autorités monétaires en cas de persistance d'une divergence, pendant une période déterminée.

On pourrait, à titre d'exemple, fixer cette période à 15 journées de divergence sur une période de trois mois (comprenant environ 60 jours ouvrables). Cette consultation est destinée à envisager toutes mesures d'ajustement, dans le chef du pays dont la monnaie est divergente, ou d'autres pays, destinées à assurer la stabilité du système monétaire européen.



LE FONCTIONNEMENT DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE  
FONDE SUR L'ECU

---

Si une monnaie dépasse le seuil de divergence, il y a présomption que des mesures visant à tténuer les tensions dans le système de change seront prises, ou que les mesures déjà en vigueur seront renforcées.

Dans le cadre de la concertation, les banques centrales examineront les mesures qui s'imposent pour alléger les pressions dans le système de change, telles qu'elles ressortent principalement de la divergence de la monnaie en question.

Ces mesures pourront porter sur une intervention intramarginale effectuée d'un commun accord par les banques centrales concernées.

Si une monnaie dépasse son seuil de divergence pendant plus de cinq jours, les banques centrales entameront des consultations officielles sur les causes de la divergence et les moyens d'y faire face.

Les mesures suivantes pourront notamment être envisagées:

- interventions intramarginales en monnaies communautaires,
- mesures de politique monétaire,
- ajustement des cours-pivots,
- autres actions dans le cadre de la politique extérieure ou intérieure.

Si les mesures jugées nécessaires par les banques centrales sortent de leur compétence, des recommandations seront présentées aux gouvernements concernés.

AUGMENTATION DU VOLUME DU SOUTIEN MONETAIRE A COURT TERME  
A UN TOTAL DU CREDIT MAXIMUM THEORIQUE<sup>1)</sup>  
DE 15 MILLIARDS D'ECU

Incidence sur le total des quotes-parts débitrices et créditrices et des rallonges<sup>2)</sup>  
ainsi que sur les possibilités de tirage et les obligations de financement potentielles des pays individuels<sup>3)</sup>

(en milliards d'ECU)

	Banques centrales participantes					TOTAL
	Allemagne France Royaume-Uni 22,02%	Italie 14,68%	UEBL Pays-Bas 7,34%	Danemark 3,30%	Irlande 1,28%	
<b>I. Quotes-parts et rallonges débitrices</b>						
- Quotes-parts débitrices .....	1.9 (0,7)	1.2 (0,5)	0.6 (0,2)	0.3 (0,1)	0.1 (0,04)	8.5 (3,2)
- Rallonges débitrices .....	....	....	....	....	....	9.3 (3,6)
<b>TOTAL .....</b>	....	....	....	....	....	17.8 (6,8)
<b>II. Possibilités de tirage</b>						
- Quote-part débitrice + $\frac{1}{2}$ rallonge <sup>4)</sup>	6.5 (2,5)	5.8 (2,3)	5.2 (2,0)	4.9 (1,9)	4.7 (1,8)	....
- Quote-part débitrice + rallonge <sup>4)</sup>	11.2 (4,3)	10.5 (4,1)	9.9 (3,8)	9.6 (3,7)	9.4 (3,6)	....
- Crédit maximum théorique <sup>1)</sup> .....	....	....	....	....	....	15.0 (5,7)
<b>III. Quotes-parts et rallonges créditrices</b>						
- Quotes-parts créditrices .....	3.8 (1,4)	2.4 (1,0)	1.2 (0,4)	0.6 (0,2)	0.2 (0,1)	17.0 (6,4)
- Rallonges créditrices .....	....	....	....	....	....	9.3 (3,6)
<b>TOTAL .....</b>	....	....	....	....	....	26.3 (10,0)
<b>IV. Obligations de financement potentielles</b>						
- Quote-part créditrice + rallonge	13.1 (5,0)	11.7 (4,6)	10.5 (4,0)	9.9 (3,8)	9.5 (3,7)	....
<b>V. Pour mémoire:</b>						
Plafonds d'engagement dans le concours financier à moyen terme (CFMT) .....	1.2 <sup>5)</sup>	0.8 <sup>5)</sup>	0.4 <sup>5)</sup>	0.2 <sup>5)</sup>	0.1 <sup>5)</sup>	5.5 <sup>5)</sup>

- 1) Etant donné la structure des quotes-parts et des rallonges, le crédit maximum théorique s'élève à un peu plus de 80% de la somme des quotes-parts débitrices et de la rallonge débitrice.
- 2) En vue d'aboutir au montant global de 15 milliards d'ECU, le total des quotes-parts débitrices, des quotes-parts créditrices et des rallonges a été multiplié par un coefficient d'environ 2,6; toutefois, comme les montants des quotes-parts individuelles ont été arrondis, le coefficient multiplicateur est un peu différent selon les banques centrales.
- 3) Les chiffres entre parenthèses se réfèrent à la situation actuelle et sont indiqués aux fins de comparaison.
- 4) Conformément aux dispositions actuelles, un seul pays ne peut, en principe, utiliser au maximum que la moitié de la rallonge. Cette limite peut cependant être écartée si la situation spéciale et les besoins particuliers du demandeur le justifient.
- 5) Situation actuelle caractérisée par un crédit maximum théorique de 5 milliards d'ECU.

CREATION D'ECU CONTRE APPORTS DE RESERVE SELON DEUX FORMULES<sup>1)</sup>  
 - Montants en ECU des apports par pays et par type d'actifs cédés<sup>2)</sup> -

PAYS	OR		\$EU					TOTALS			
	(1)		(2)		(3)			Formule I		Formule II	
	Montant en millions d'ECU	Part de chaque pays dans le total CEE (en %)	Montant en millions d'ECU	Part de chaque pays dans le total CEE (en %)	Montant en millions d'ECU	Part de chaque pays dans le total CEE (en %)	Pour mémoire: en % des avoirs bruts en \$ de chaque pays	Montant en millions d'ECU	Part de chaque pays dans le total CEE (en %)	Montant en millions d'ECU	Part de chaque pays dans le total CEE (en %)
Belgique.....	1.292	10,0	342	3,32	530	4,54	31,0	1.634	7,04	1.822	7,41
Danemark.....	58	0,45	341	3,31	374	3,20	21,9	399	1,72	432	1,76
Allemagne....	3.601	27,86	4.850	47,10	5.509	47,17	22,7	8.451	36,40	9.110	37,03
France.....	3.095	23,95	1.009	9,80	1.140	9,76	22,6	4.104	17,68	4.235	17,21
Irlande.....	14	0,11	124	1,21	177	1,52	28,5	138	0,59	191	0,78
Italie.....	2.524	19,53	1.268	12,32	1.327	11,36	20,9	3.792	16,33	3.851	15,65
Pays-Bas.....	1.663	12,87	561	5,45	771	6,60	27,5	2.224	9,58	2.434	9,89
Royaume-Uni..	677	5,23	1.800	17,49	1.850	15,84	20,5	2.477	10,67	2.527	10,27
TOTAUX.....	12.924	100,00	10.295	100,00	11.678	100,0	22,7	23.219	100,00	24.602	100,00

1) Les formules I et II sont identiques quant à la quantité d'or à apporter (20% du stock total), mais diffèrent l'une de l'autre en ce qui concerne les montants des apports à effectuer en dollars EU: selon la formule I, ces derniers apports seraient constitués par 20% des avoirs bruts en dollars EU, tandis que la formule II prévoit des apports en dollars EU à concurrence de 20% de l'ensemble des éléments de réserve autres que l'or et les monnaies des pays de la CEE (\$EU, autres monnaies à l'exception de celles des pays de la CEE, DTS, positions de réserve sur le FMI).

2) L'exercice se fonde essentiellement sur les statistiques de réserve établies par l'Agent du FEOM à fin septembre 1978. Les apports en or ont été évalués au cours de \$EU 215,33 l'once (soit la moyenne des fixing de Londres durant les trois derniers mois, août-septembre-octobre 1978). Les contre-valeurs en ECU ont été calculées au cours de l'UCE du 26 octobre 1978, soit 1,41467 \$ pour 1 UCE.