

PROCES-VERBAL*
DE LA CENT-VINGT-CINQUIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BRUXELLES, LE LUNDI 9 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 MM. Breen et Reynolds; le Directeur Général Adjoint de la Banca d'Italia, M. Sarcinelli, accompagné par MM. Magnifico et Maserà; 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 Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Mosca et Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; le Président du groupe d'experts, H. 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 124e séance

Le procès-verbal de la 124e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet, sous réserve d'une légère modification de caractère rédactionnel apportée à la déclaration du Président Emminger, reproduite à la page 3.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 14 novembre 1978, et ne présentant par rapport au projet que quelques légères modifications de caractère rédactionnel.

II. Poursuite de l'examen du projet d'établissement d'un nouveau système monétaire européen (cf. Rapports Nos 40, 41 et 42 du groupe d'experts présidé par M. Heyvaert) et mise au point du rapport du Comité des Gouverneurs au Conseil

Le Président ouvre le débat en remerciant M. Heyvaert du travail précieux qui a été accompli par son groupe dans un délai extrêmement limité; il propose aux Gouverneurs de centrer le débat d'aujourd'hui sur les trois questions suivantes:

- La formule de rapprochement entre les deux systèmes d'intervention fondés respectivement sur une grille de parités et sur l'ECU du type panier.
- Le type de panier à retenir pour la définition de l'ECU.
- L'adoption des mécanismes communautaires de crédit à court terme.

A. Débat sur la formule de rapprochement entre les deux systèmes d'intervention fondés respectivement sur une grille de parités et sur l'ECU du type panier

M. Heyvaert présente brièvement le Rapport No 40 en résumant les différentes opinions qui existent, d'une part au sujet des conséquences à attacher à l'identification de monnaies divergentes au moyen d'un indicateur de divergence fondé sur l'ECU - en particulier le principe d'interventions intramarginales - d'autre part à propos des ajustements à opérer dans le cas où une ou plusieurs monnaies de la CEE ne participeraient pas au système d'intervention.

Le Président invite les Gouverneurs à présenter leurs vues.

M. Emminger indique que plusieurs raisons militent contre l'idée d'attacher des effets automatiques à l'indicateur de divergence. En effet, l'expérience montre que des rumeurs dans le marché peuvent provoquer de fortes pressions sur les taux de change, comme par exemple celles qui ont été enregistrées dans le "serpent" au cours des dernières semaines, et qu'en pareil cas des interventions intramarginales seraient contre-indiquées car elles risqueraient de favoriser encore ces pressions spéculatives. En outre, la notion d'intervention intramarginale n'est pas précise et ne peut donc pas faire l'objet d'un engagement.

Enfin, il est à noter que la monnaie "divergente" n'est pas nécessairement à l'origine des tensions dans le système de change; ces tensions

peuvent résulter de la faiblesse d'une ou plusieurs autres monnaies participant au système. L'indicateur de divergence n'identifie donc pas toujours correctement les véritables causes des tensions.

M. Emminger conclut en disant que pour les raisons évoquées ci-dessus, il ne peut pas accepter qu'on attache à l'indicateur des conséquences opérationnelles automatiques; cet indicateur devrait plutôt déclencher des consultations au cours desquelles seraient examinées les mesures appropriées à entreprendre, mesures qui dans certains cas pourraient être des interventions intramarginales.

M. Clappier remercie M. Heyvaert et son groupe de leur travail excellent et très clair. Il comprend mal l'intérêt d'un indicateur de divergence servant seulement à déclencher des consultations. En effet, ces dernières existent déjà et peuvent avoir lieu à tout moment, à la demande de chaque participant.

L'établissement d'un indicateur de divergence n'aurait un sens que si le franchissement par une monnaie de son seuil de divergence déclençait en principe des interventions intramarginales dont l'intérêt a été prouvé à plusieurs reprises par l'expérience de la Banque de France lorsqu'elle était membre du "serpent". Les modalités des interventions intramarginales devraient être définies avec soin et devraient être en conformité avec le communiqué de Brême, selon lequel les interventions seraient effectuées en principe en monnaies communautaires et, seulement en cas exceptionnel, en dollars EU.

Le Président pense que les interventions intramarginales envisagées dans la solution de compromis ont pour but de freiner les mouvements des cours de change pour éviter qu'ils atteignent rapidement la limite bilatérale qui constitue le "butoir" du système. Dans la mesure où ces interventions sont faites en monnaies communautaires, elles représentent un effort collectif, tant de la banque centrale qui a été désignée par le jeu de l'indicateur de divergence, que des banques centrales dont la monnaie est utilisée pour ces interventions.

Une formule acceptable pour tous pourrait consister à dire que, en principe, l'indicateur de divergence déclencherait des interventions intramarginales sauf si l'on aboutissait, en concertation, à la conclusion que de telles interventions ne sont pas indiquées et qu'il faudrait prendre des mesures d'une autre nature.

M. Zijlstra souligne d'une part que le freinage à l'intérieur des limites, des mouvements du taux de change d'une monnaie peut être réalisé sans l'aide d'un indicateur de divergence, d'autre part qu'il ne semble pas possible de fonder le système d'interventions intramarginales sur deux indicateurs de nature différente, à savoir l'indicateur ECU et la position dans la grille de parités. Par exemple, quelle attitude faudrait-il prendre dans une situation où une monnaie aurait franchi son seuil de divergence, tandis que les autres monnaies n'auraient atteint, dans la grille de parités, qu'un écart de $1\frac{1}{2}\%$ par rapport à leur cours pivot et ne seraient donc pas disponibles pour des interventions intramarginales.

M. Sarcinelli fait les remarques suivantes: Le nouveau système doit être caractérisé par un degré assez élevé de rigueur et de symétrie dans la discipline et il a été admis que la participation doit être ouverte à tous les pays membres. Il faut donc que le système permette une souplesse suffisante pour empêcher l'apparition d'une orientation déflationniste dans les pays à monnaie "faible", objectif non moins important que celui d'empêcher une orientation inflationniste.

Le système devrait être durable et évolutif, en ce sens que:

- un nouvel échec aurait des conséquences désastreuses pour la Communauté (le système ne doit donc pas favoriser la spéculation),
- son degré de cohésion devrait s'accroître avec le temps, au fur et à mesure du rapprochement des conditions fondamentales.

L'édification d'un système monétaire européen exige une action portant sur les arrangements de change, le Fonds monétaire européen et les mesures en faveur des pays moins prospères. Pour ce qui est toutefois des arrangements de change, certaines conditions minimales doivent être satisfaites, car il est difficile de concevoir un compromis valable dans ce domaine à base de facilités de crédit et de mesures en faveur des pays moins prospères. Ces moyens d'action sont complémentaires mais ne peuvent constituer des solutions (parfaites) de remplacement.

Si l'on fait une distinction entre rigueur et discipline d'une part, et rigidité d'autre part, comme il y a lieu de le faire, un système vraiment nouveau peut être mis au point sur la base de la formule de compromis belge.

Pour réussir, le nouveau système monétaire européen devrait favoriser une coordination active des politiques monétaires et de balances des paiements des pays membres.

Pour répondre aux nécessités de rigueur et de discipline permettant d'encourager une coordination active, le clignotant ECU devrait avoir un contenu réel, en ce sens qu'il devrait conduire à la fois à des interventions et à des ajustements des politiques économiques internes. Etant entendu que l'objet des interventions n'est pas de maintenir fixement les cours du marché à un niveau donné, mais bien de réguler activement leur évolution, il y aurait lieu d'examiner et de surveiller ces deux moyens d'action par l'intermédiaire de consultations étroites entre les pays membres.

La rigueur et la discipline du système seraient assurées par la fixation de marges pour l'ECU qui devraient donner lieu à des interventions avant que les valeurs limites bilatérales sur le marché soient atteintes aussi bien pour les monnaies du "serpent" que pour celles qui n'en font pas partie.

Les marges bilatérales pour les monnaies n'appartenant pas au "serpent" pourraient être relativement larges, du moins dans les phases initiales:

- afin de conférer la durée et l'ampleur nécessaires, compte tenu des mouvements de taux de change sur le marché, aux mesures d'ajustement déclenchées par le clignotant ECU, et leur permettre ainsi de montrer leur efficacité,
- afin de s'opposer aux attaques spéculatives contre les parités existantes, c'est-à-dire de prévenir les spéculations unilatérales contre ces parités,
- afin que les écarts de taux d'intérêt nominaux entre les pays membres ne conduisent pas à des cotations à terme dépassant les marges de fluctuation des cours au comptant.

M. Hoffmeyer estime que les indications fournies par l'ECU ne sont judicieuses et valables que si une monnaie diverge par rapport à toutes les autres, ce qui n'est pas nécessairement l'hypothèse la plus probable dans la réalité. L'expérience montre que dans des situations analogues à celle que connaît le "serpent", depuis quelques semaines l'indicateur de divergence ne fonctionnerait pas de manière satisfaisante. D'une manière plus générale, l'expérience permet de dire qu'il serait peu utile d'orienter les interventions intramarginales d'après l'indicateur de divergence, car dans certains cas de telles interventions pourraient s'avérer indiquées bien avant qu'une monnaie ait franchi son seuil de divergence.

M. Ortoli est en faveur de la formule belge. Celle-ci tend, d'une part, à corriger par un certain automatisme lié à l'ECU, l'automatisme et la rigueur de la grille de parités qui conduisent à des résultats fâcheux pour certains pays lorsque des événements à l'extérieur de la Communauté sont à l'origine des tensions dans le mécanisme de change communautaire, d'autre part, à améliorer et à renforcer les consultations.

M. Lamfalussy constate que deux sortes d'objections semblent être faites contre l'automatisme de l'indicateur de divergence:

- les indications fournies par l'ECU ne permettent pas de tirer des conclusions sûres sur les véritables causes des tensions à l'intérieur du système,
- par suite de rumeurs, des mouvements erratiques des taux de change pourraient amener des pays à procéder à des interventions qui ne seraient pas raisonnables.

On pourrait peut-être répondre à cette seconde préoccupation en introduisant dans le jeu de l'indicateur de divergence l'élément temps: les interventions intramarginales n'auraient lieu que si une monnaie s'écarte de son cours pivot d'une manière durable.

Le Président invite M. Heyvaert à exprimer son opinion sur la proposition faite par M. Lamfalussy.

M. Heyvaert indique qu'en suivant l'idée de M. Lamfalussy on pourrait imaginer que dès qu'une monnaie aurait franchi son seuil de divergence (75% de l'écart maximal entre le cours en ECU de cette monnaie et son cours pivot en ECU) des consultations auraient lieu. En revanche, des interventions intramarginales ne seraient effectuées que si la divergence persistait ou si l'écart atteignait 80 ou 85% de cet écart maximal.

M. Richardson se joint aux félicitations qui ont été adressées au "Groupe Heyvaert" et aux vues exprimées par M. Clappier. Si l'identification de la divergence d'une monnaie ne déclenche que des consultations, il serait inutile d'établir un tel baromètre; en effet, chaque membre du système a, même sous le régime actuel, le droit de solliciter, à tout moment, une consultation.

D'autre part, on voit mal la raison pour laquelle des interventions intramarginales seraient contre-indiquées dans les cas où des rumeurs affectent une monnaie, alors que précisément les banques centrales sont souvent amenées à intervenir dans de pareilles situations.

Enfin, M. Richardson rappelle sa position en faveur d'un régime spécial pour les dettes et les créances résultant des interventions effectuées par un créancier.

M. Emminger tient à souligner que les consultations qui seraient déclenchées par le jeu de l'indicateur de divergence, dépasseraient le cadre des concertations de routine journalières entre les cambistes des banques centrales; elles auraient lieu à un haut niveau et pourraient couvrir toute catégorie de mesures, y compris les interventions intramarginales, qui serait jugée indiquée ou appropriée à ce moment.

M. Zijlstra pense qu'en attachant des effets automatiques à l'indicateur ECU, on remplacerait pratiquement le système grille de parités par le système "panier". Or, selon l'accord qui s'est dégagé entre les Ministres des Finances le 18 septembre, l'ECU ne jouerait qu'un rôle complémentaire à la grille de parités, laquelle constituerait la base du système d'intervention. Il faudrait trouver des solutions intermédiaires et dans ce contexte on pourrait approfondir l'idée de M. Lamfalussy d'ajouter un facteur tem

M. Richardson fait remarquer qu'à son avis le Conseil est convenu que le système d'intervention doit reposer sur la formule de compromis belge et pas seulement sur la grille de parités.

Le Président comprend que certains Gouverneurs ne peuvent pas souscrire à une automaticité rigide et qu'ils veulent rester maîtres de leurs actions. Le signal d'alarme fourni par l'indicateur n'est pas suffisant en soi pour justifier des interventions intramarginales, car, soit il peut revêtir un caractère accidentel, soit des actions autres que des interventions peuvent apparaître nécessaires. En vue de répondre à cette préoccupation, il faudrait introduire l'élément temps dans le jeu de l'indicateur. On pourrait ainsi prévoir que le franchissement par une monnaie de son seuil de divergence - pour autant que cette situation persiste durant un certain temps - déclencherait des interventions intramarginales, sauf si, à la lumière d'une consultation immédiate, de telles interventions ne paraissaient pas indiquées ou même néfastes.

M. Richardson indique qu'il pourrait accepter la formule développée par le Président, à condition de préciser que les interventions intramarginale seraient mises en oeuvre immédiatement. En effet, seules des actions immédiates peuvent arrêter les mouvements erratiques des taux de change.

Le Président précise que sa formule prévoit que les interventions intramarginales et les consultations auraient lieu en même temps.

M. Zijlstra indique que la formule proposée par M. Lamfalussy est adaptée à une situation d'une tendance persistante qui, dans un marché calme, porte une monnaie à s'écarter lentement des autres monnaies participant au système; en revanche, en cas de mouvements violents et subits, les cours limites bilatéraux peuvent être atteints en quelques heures, ce qui ne permet pas de tenir des consultations.

M. Hoffmeyer partage l'avis exprimé par M. Zijlstra; en cas de forte fluctuation, on ne peut guère se fonder sur l'indicateur ECU pour agir et en cas de divergence persistante, les interventions intramarginales ne constituent pas la solution unique ou même la plus appropriée.

M. Emminger fait remarquer que la formule du Président contient la présomption que les interventions intramarginales représentent le moyen le plus approprié, jusqu'à preuve du contraire, apporté par la banque centrale qui serait désignée par l'indicateur de divergence. Une telle conséquence est difficilement acceptable, puisque de telles interventions ne sont qu'un seul moyen parmi tous ceux qui doivent être pris en considération.

M. Lamfalussy pense que le facteur temps pourrait être conçu d'une manière double:

- pour justifier des interventions intramarginales, qui peuvent permettre d'éviter d'atteindre les limites bilatérales,
- pour déclencher, lorsque la divergence révélée par l'indicateur ECU persiste, des consultations qui porteraient sur les mesures autres que les interventions intramarginales qui pourraient être nécessaires (changements de cours pivots, mesures de politique monétaire interne, etc).

M. Ortoli souligne l'utilité de combiner de façon réelle les automatismes à des degrés divers qu'apportent la grille de parités et l'indicateur ECU (ces deux automatismes pouvant se corriger mutuellement) et de retenir l'idée de consultations plus constantes et à des niveaux dépassant les concertations quotidiennes.

M. McMahan rappelle que les cas de divergence d'une monnaie peuvent exister lorsque les limites bilatérales sont atteintes et que ces cas, que l'indicateur ECU permettraient de révéler, ont été mentionnés dans le Rapport No 40 du "Groupe Heyvaert".

Le Président propose d'étudier les modalités selon lesquelles les interventions intramarginales pourraient être effectuées dans le nouveau système de change.

M. Heyvaert rappelle que la majorité des experts pense que l'utilisation des monnaies communautaires pour des interventions intramarginales pourrait être limitée par exemple à hauteur du quart de la quote-part débitrice de la banque centrale concernée dans le soutien monétaire à court terme. Lorsque ce plafond serait atteint, les interventions dans la monnaie en cause devraient cesser, à moins qu'il n'en soit décidé autrement en concertation. Toutefois, les experts de la Bank of England ont signalé qu'à leur avis ce plafond pourrait être fixé à un niveau supérieur si les dettes et les créances résultant de telles interventions étaient soumises à un traitement différent du régime commun.

M. Emminger exprime une réserve sur l'idée d'établir un tel plafond au volume des interventions intramarginales, étant donné qu'il n'est pas disposé à accepter une obligation pour ce type d'interventions. L'ampleur de celles-ci devrait plutôt, le cas échéant, être fixée lors des consultations déclenchées par l'indicateur ECU.

M. Richardson ne peut accepter l'idée selon laquelle la divergence d'une monnaie devrait être d'une certaine durée avant qu'elle déclenche une action. Il pense au contraire que des interventions immédiates s'imposent spécialement en cas de mouvements erratiques des cours de change, tandis que une action d'une autre nature pourrait être plus appropriée s'il s'agit d'une tendance durable.

M. Heyvaert estime qu'une divergence qui n'est pas le reflet d'une tendance fondamentale ne devrait pas nécessiter la mise en jeu de montants très élevés. En outre, il attire l'attention du Comité sur la souplesse de la formule de compromis belge; en effet, cette formule ne comporte aucune obligation absolue d'intervenir à l'intérieur des marges, car un pays qui ne procéderait pas à de telles interventions serait seulement tenu à s'en expliquer en concertation et à examiner avec ses partenaires les mesures éventuelles à prendre.

M. Zijlstra se demande comment il faut interpréter le plafond du quart de la quote-part débitrice d'une banque centrale.

M. Heyvaert répond que le plafond du quart de la quote-part débitrice pourrait redevenir disponible en fonction des remboursements effectués sur les soldes résultant de ces interventions.

B. Débat sur l'adaptation des crédits communautaires à court terme

A l'invitation du Président, M. Heyvaert résume les différentes positions qui existent à l'égard d'un allongement de la durée du financement initial à très court terme et d'une extension en durée et en volume du soutien monétaire à court terme (Rapport No 42 du "Groupe Heyvaert").

Le Président souligne qu'il est hautement souhaitable que les Gouverneurs aboutissent à des conclusions précises sur les crédits à court terme, étant donné leurs compétences propres dans ce domaine.

M. Emminger indique qu'à son avis le financement initial à très court terme n'est pas un mécanisme de crédit, mais plutôt un moyen de faciliter les interventions en monnaies communautaires sur le plan technique. Seule la durée courte de ce financement a permis de renoncer à toute limitation en montant. Par ailleurs, la durée a déjà été assouplie par l'introduction de la faculté de renouvellement automatique, dont l'ampleur serait accrue en liaison avec le relèvement qui est envisagé pour les quotes-parts dans le soutien monétaire à court terme.

M. Zijlstra partage l'opinion de M. Emminger.

M. Richardson se prononce en faveur d'une extension du financement initial à très court terme en vue d'accroître les chances de bénéficier d'un retournement de la situation sur les marchés des changes.

M. Hoffmeyer fait remarquer qu'un renversement de la tendance ne s'opère normalement pas dans un délai de un à deux mois, et que la limitation de la faculté de renouvellement automatique à hauteur de la quote-part débitrice dans le soutien monétaire à court terme est trop restrictive.

Il conclut qu'un allongement du financement à très court terme à 60 ou 90 jours fin de mois serait très souhaitable.

M. Clappier pense que les renversements de tendance n'ont lieu qu'au bout d'une certaine période qui est variable selon les cas et les pays et qui peut atteindre un an. Pour cette raison, on ne peut pas dissocier le financement à très court terme et le soutien monétaire à court terme;

il faudrait plutôt examiner si les deux systèmes réunis fournissent des crédits suffisants en montant et en durée pour assurer la crédibilité du système.

Le Président rappelle que, dans le cas de la Belgique, le renversement de la tendance s'est en général produit sur une période de quelques mois, ce qui a permis à la Banque Nationale de Belgique de rembourser ses dettes en rachetant sur les marchés la monnaie des créanciers, ceux-ci étant toujours satisfaits de ce mode de règlement.

Dans le cas d'autres pays, le renversement de la tendance peut prendre plus de temps et il faudrait voir dans quelle mesure on pourrait répondre à cette préoccupation par un allongement du financement à très court terme ou par une extension en montant et en durée du soutien monétaire à court terme.

Le Président conclut en disant que tous les Gouverneurs semblent être d'accord pour que les deux systèmes de crédit en question soient adaptés en durée et en montant de façon à renforcer la crédibilité du système et à permettre à un débiteur de bénéficier d'un renversement de la tendance sur les marchés des changes.

M. Clappier marque son accord sur la conclusion dégagée par le Président, en soulignant qu'il est essentiel que la gestion de l'ensemble des mécanismes de crédit à très court terme et à court terme reste dans les mains des banques centrales.

M. Emminger fait remarquer que l'idée de porter la durée du soutien monétaire à court terme à 6 mois renouvelable une fois correspondrait mal aux usances internationales en matière de crédits entre banques centrales. Il propose plutôt de maintenir inchangée la durée de trois mois, tout en prévoyant la possibilité d'un second renouvellement, qui porterait la durée totale possible à 9 mois. De cette façon, les deux systèmes réunis (financement à très court terme et soutien monétaire à court terme) permettraient un financement d'une durée de 13 à 14 mois, ce qui serait suffisamment long pour bénéficier des renversements de tendance.

En réponse à M. Hoffmeyer, M. Emminger confirme qu'à son avis les crédits accordés au titre des deux systèmes préserveraient leur caractère inconditionnel; en outre, les Gouverneurs pourraient toujours, par une décision unanime, aller au-delà des limites fixées.

M. Magnifico rappelle que dans le rapport du Comité monétaire en date du 7 septembre, il a été proposé de porter le système de crédit immédiatement disponible dans la phase transitoire à un montant approximatif de 25 milliards d'ECU permettant de financer des crédits à court ou moyen terme d'une durée pouvant aller jusqu'à 5 ans. Il souhaiterait que cette proposition soit discutée.

M. Murray réserve sa position à l'égard de l'allongement de la durée du financement à très court terme tant que l'ampleur de l'adaptation du soutien monétaire à court terme n'est pas mieux précisée.

M. McMahon attire l'attention du Comité sur le fait que la faculté de renouvellement automatique est limitée à hauteur de la quote-part débitrice dans le soutien monétaire à court terme, tandis que ce dernier, grâce à la rallonge, peut aller sensiblement au-delà de la quote-part.

M. Balfour indique que dans le passé le soutien monétaire à court terme n'a été utilisé que pour reconstituer des réserves en monnaies tierces, en fait le dollar, tandis que le recours à la faculté de renouvellement automatique vise à reporter l'échéance d'une opération de financement à très court terme. Or dans le cadre du nouveau système monétaire européen fondé essentiellement sur des interventions en monnaies communautaires, les besoins d'un pays devraient s'exprimer plutôt en un renouvellement de ses engagements vis-à-vis de son créancier qu'en un crédit en monnaies tierces. Dans ces conditions, ne faudrait-il pas prévoir que dans la mesure où le soutien monétaire servirait de relais, il prendrait la forme d'un report d'échéance. Un appel aux autres banques centrales n'aurait lieu que dans le cas où le créancier aurait lui-même besoin d'éléments de réserve et solliciterait la mobilisation de sa créance.

M. Emminger estime que, dans la période transitoire, les caractéristiques des systèmes de crédit actuels devraient être préservées. A l'échéance d'une opération à très court terme, le créancier devrait être réglé au moyen du produit du tirage que le débiteur effectuerait sur le soutien monétaire à court terme et au financement duquel toutes les autres banques centrales seraient appelées à contribuer.

M. Janson fait remarquer que la manière dont M. Emminger envisage le rôle du soutien monétaire à court terme en tant que relais du financement à très court terme conduit à nier l'existence de l'ECU comme instrument de règlement et ne correspond pas à l'organisation du crédit prévue dans l'annexe

au communiqué de Brême, sous la forme d'un fonds initial d'ECU créé contre dépôt de monnaies de pays membres. Dans le nouveau système de crédit, l'octroi des crédits ne devrait plus requérir le financement par d'autres banques centrales; il se traduirait plutôt par une création d'ECU au moyen desquels le créancier serait réglé.

M. Emminger répond que le mécanisme envisagé par M. Janson ne sera possible que lors de la mise en place d'un fonds d'ECU; dans l'immédiat, il faudrait faire démarrer le nouveau système de change sur la base des mécanismes de crédit actuels.

M. Zijlstra partage l'opinion exprimée par M. Emminger; il pense qu'il faut distinguer entre la phase initiale et la phase finale du système monétaire. Dans l'immédiat, il s'agit de mettre en place un système de crédit adéquat quant à la durée et au volume des facilités, qui sera différent lorsque le fonds monétaire européen sera établi.

M. Richardson considère que la forme classique de l'utilisation du soutien monétaire à court terme, à savoir la mise à disposition d'actifs de réserve, notamment des dollars, ne serait pas adéquate aux besoins qui se manifesteront dans le nouveau système monétaire européen. Il faudrait donc prévoir que le soutien monétaire pourrait également être octroyé sous la forme d'un report de l'échéance des soldes résultant des interventions en monnaies communautaires.

Le Président tire de la discussion les conclusions suivantes:

- Le financement initial à très court terme ainsi que les facilités de renouvellement automatique continueraient de revêtir un caractère bilatéral.
- Le soutien monétaire à court terme resterait un mécanisme communautaire, même lorsqu'il servirait de relais au financement à très court terme; dans ce cas, et seulement en attendant que le fonds initial d'ECU soit mis en place, le remboursement du créancier initial s'effectuerait normalement en éléments de réserve qui seraient fournis au débiteur par toutes les autres banques centrales de la CEE.

M. Ortoli signale qu'il proposera à la Commission, sans attendre les décisions ultérieures quant au nouveau système monétaire européen, de faire les prévisions nécessaires pour modifier le droit communautaire à deux égards:

- le remplacement de l'UCME par une unité de compte appelée ECU au moyen d'un Règlement du Conseil arrêté en application de l'article 5 des statuts du FECOM,
- l'usage de l'ECU pour les règlements entre banques centrales; à cette fin, il faudrait engager la procédure prévue par l'article 235 du Traité de Rome.

Ces actes juridiques devraient prendre effet, dans la mesure du possible, au 1er janvier 1979.

Le Président propose de discuter de l'adaptation du volume des crédits communautaires.

M. Emminger prend position à l'égard des questions qui ont été posées en cette matière par les experts dans leur Rapport No 42.

- a) L'enveloppe globale de 25 milliards d'ECU devrait être répartie, dans la proportion de 2 à 1, entre le soutien monétaire à court terme et le concours financier à moyen terme. Ainsi, on répondrait au désir de disposer des fonds à court terme aussi importants que possible, sans pour autant négliger la nécessité de prévoir des facilités suffisantes pour une consolidation ultérieure, dont notamment les trois candidats d'adhésion à la CEE pourraient avoir besoin.
- b) Le texte de l'annexe au communiqué de Brême suggère de concevoir cette enveloppe globale comme la somme des quotes-parts et des rallonges créditrices dans le soutien monétaire et des plafonds d'engagement dans le concours financier et non comme le montant des "crédits effectivement disponibles".
- c) Le volume des facilités de crédit devrait être suffisamment ample pour assurer la crédibilité du mécanisme de change; une augmentation excessive serait cependant susceptible d'être considérée comme inflationniste par le public. Dans cet esprit, M. Emminger suggère un relèvement qui est illustré dans deux tableaux remis en séance et qui comporte un accroissement en volume de 60% pour le soutien monétaire à court terme et de 50% pour le concours financier à moyen terme.

Ainsi, le total des quotes-parts débitrices serait porté à 5,3 milliards d'ECU, le total des quotes-parts créditrices à 10,6 milliards d'ECU et les rallonges créditrice et débitrice chacune à 5,9 milliards d'ECU. Le

total des plafonds d'engagement dans le concours financier à moyen terme s'élèverait à 8,5 milliards d'ECU.

M. Emminger souligne que sa proposition fait l'objet d'un accord entre gouvernement fédéral et Bundesbank.

M. Zijlstra signale qu'il pourrait accepter les chiffres mentionnés par M. Emminger.

M. Ortoli rappelle tout d'abord l'existence de la facilité d'emprunt communautaire qui, ajoutée au concours financier, représente un ensemble de crédits à moyen terme s'élevant actuellement à environ 8 milliards d'ECU. En outre, il conviendrait de se servir de l'enveloppe globale de 25 milliards d'ECU de manière plus flexible. Le soutien monétaire à court terme devrait être davantage augmenté, le rapport de 2 à 1 avec le concours à moyen terme étant dépassé. Il devrait être entendu toutefois que, dans la mesure où un pays se serait endetté dans le concours à moyen terme, il perdrait une partie de ses droits de tirage dans le soutien monétaire à court terme et vice versa.

M. Clappier fait observer qu'un relèvement du concours à moyen terme requiert, le plus souvent, l'approbation des Parlements et ne pourrait donc être réalisé qu'avec un délai important. En outre, plus on augmenterait le volume du concours à moyen terme, plus on mettrait le Fonds monétaire européen en concurrence avec le Fonds monétaire international.

Depuis le Conseil européen de Brême, les marchés des changes s'attendent à ce que les banques centrales mettent en place un dispositif de crédit très important pour lequel le chiffre de 25 milliards d'ECU a été largement cité. Or, la formule esquissée par M. Emminger tend à réduire de moitié ce montant et ne serait donc pas susceptible d'exercer les effets dissuasifs nécessaires pour assurer la crédibilité du système.

M. Clappier estime que les marchés des changes s'attachent essentiellement au volume des crédits à court terme qui permettent de lutter contre la spéculation. La répartition du volume global de 25 milliards entre les deux systèmes de crédits à court terme et moyen terme, pourrait donc être une question de fait, étant entendu que le montant de 25 milliards d'ECU constituerait le maximum à hauteur duquel les deux systèmes de crédit pourraient être utilisés - et que le concours à moyen terme serait maintenu pour l'instant à son niveau actuel.

M. Zijlstra indique que le communiqué de Brême ne mentionne pas un montant de 25 milliards d'ECU; en revanche, ce document suggère une répartition entre crédits inconditionnels et crédits conditionnels.

M. McMahon partage l'avis de M. Clappier. La proposition faite par M. Emminger s'inscrit nettement en repli par rapport à ce que les marchés des changes attendent, et n'atteint le montant global de 25 milliards d'ECU que sur la base des quotes-parts créditrices ou obligations de financement. Or les marchés ne s'intéressent pas à celles-ci et s'attachent plutôt aux quotes-parts débitrices, c'est-à-dire aux possibilités de tirage des pays.

M. Murray se rallie à MM. Clappier et McMahon. Mesurée en termes de crédit disponible, la formule de M. Emminger reste nettement en deçà du montant de 25 milliards d'ECU. En outre, il conviendrait d'éviter une répartition ex ante entre le système à court terme et celui à moyen terme, chaque pays devant pouvoir être libre de choisir la durée du crédit dont il a besoin.

M. Emminger met en doute la possibilité d'éviter, sur le plan institutionnel, toute répartition ex ante entre les deux systèmes de crédit.

M. Ortoli indique qu'une solution à ce problème pourrait consister à ce qu'un pays renoncerait à tirer sur le soutien monétaire à court terme à concurrence de son endettement au titre du concours à moyen terme.

Le Président clôture le débat en disant que l'accord du Comité semble se limiter aux deux considérations suivantes:

- la durée du système de crédit à court terme devrait permettre de bénéficier d'un retournement de la situation des débiteurs et elle pourrait atteindre, au total, 14 à 15 mois,
- le volume du soutien monétaire à court terme devrait être suffisant pour assurer la crédibilité du système de change, la quantification de ce principe faisant l'objet de divergences de vues.

C. Débat sur le type de panier constituant le numéraire ECU

M. Heyvaert présente brièvement le Rapport No 41.

Le Président estime que, dans l'immédiat, il n'est pas possible de discuter en détail des conditions de révision du panier; on peut cependant retenir que le Comité considère, à l'unanimité, que le panier révisable pourrait constituer un concept utile pour la définition du numéraire ECU.

Le Président clôture le débat en signalant qu'il présentera à la session du Conseil du 16 octobre un rapport oral dont le texte sera transmis comme la dernière fois, en septembre, aux Gouverneurs avant la session des Ministres, afin que ceux-ci puissent être informés.

En ce qui concerne les travaux futurs, le Président reconnaît l'opportunité d'adresser un rapport écrit au Conseil des Ministres des Finances, mais la réalisation de ce document dépendra du calendrier du Conseil qui n'est pas encore très précis au-delà de la session du 16 octobre.

III. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

IV. Date et lieu de la prochaine séance

Le Comité envisage de tenir sa prochaine séance à Bruxelles, le 23 octobre 1978 à 10 heures 30; la date définitive sera toutefois fixée en fonction du calendrier du Conseil des Ministres des Finances.