

PROCES-VERBAL*

DE LA QUATRE-VINGT-SIXIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 DECEMBRE 1974 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. Vandeputte, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par M. Jennemann; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Directeur Général de la Central Bank of Ireland, M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Carli, accompagné par MM. Baffi et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et Timmerman; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Mosca; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Dondelinger; le Président du groupe d'experts, M. Heyvaert. Le Secrétaire Général du Comité, M. d'Aroma, et son Adjoint, M. Bascoul, et M. Scheller sont aussi présents, ainsi que M. Rainoni.

I. Approbation du procès-verbal de la 85e séance

M. d'Aroma indique que le projet du procès-verbal n'a pas fait l'objet de demande d'amendement. Aucune remarque n'est présentée en séance; le procès-verbal est donc approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet.

II. Rapport succinct sur l'évolution de la concertation au cours du mois de novembre

Avant de présenter son rapport qui est résumé ci-après, M. Heyvaert remercie les Gouverneurs de la confiance qu'ils lui ont manifestée en le désignant président du groupe d'experts, et déclare au Comité qu'il suivra la voie tracée par ses prédécesseurs.

* Texte définitif approuvé lors de la réunion du 15 janvier 1975 et en présentant son rapport au Comité des Gouverneurs des Banques Centrales des Etats Membres de la Communauté Economique Européenne.

Les marchés des changes et de l'or ont été à nouveau agités en novembre. Certaines monnaies ont été particulièrement affectées: le dollar et la livre sterling ont perdu du terrain, le mark et surtout le franc suisse se sont raffermis. Si l'on excepte la couronne norvégienne qui s'est trouvée en opposition par rapport à quatre des cinq autres monnaies du "serpent", la cohésion entre celles-ci a été excellente. Aucune intervention n'a en effet été enregistrée dans le Fonds européen de coopération monétaire, ni en couronne suédoise.

Les monnaies du "serpent" s'étaient raffermies par rapport au dollar en octobre et au cours des tout premiers jours de novembre. Ensuite, elles s'étaient quelque peu repliées par rapport à la monnaie américaine. Toutefois, à partir du 13 novembre, une déclaration du Président de la Banque Nationale Suisse relative à l'attitude de son pays vis-à-vis de la tenue du dollar et une autre déclaration du Chancelier de la République fédérale allemande, M. Schmidt, ont brusquement entraîné un affaiblissement du dollar par rapport au franc suisse et à toutes les monnaies du "serpent", en particulier le mark allemand. En une semaine, le dollar a perdu, en moyenne, par rapport aux monnaies du "serpent", environ 2,5%. Une hausse sensible du prix de l'or a contribué également à peser sur les cours du dollar: \$167 l'once le 31 octobre, \$183 le 8 novembre et \$190,50 le 18 novembre.

Au cours des dix derniers jours de novembre, les cours du dollar ont évolué d'une manière très irrégulière, en dents de scie.

Tout récemment, le dollar semble enfin avoir fait preuve d'une stabilité un peu meilleure par rapport aux monnaies du "serpent" mais à un niveau nettement inférieur à celui du 31 octobre. En moyenne, son disagio atteint un peu moins de 7% par rapport aux cours centraux contre 4,50% le 31 octobre et 1,50% seulement le 2 septembre.

Les monnaies de la CEE qui flottent librement ont enregistré, par rapport au dollar, soit un redressement moins marqué, ce qui fut le cas du franc français (+ 1 $\frac{1}{4}$ %) et de la lire italienne (+1/2%), soit un repli dans le cas de la livre sterling (-1/2%).

Pourtant, au cours des dix premiers jours du mois de novembre, la livre s'était également raffermie vis-à-vis du dollar à raison de $\frac{3}{4}$ % environ. Toutefois, l'annonce du non-renouvellement de la garantie accordée sur les balances sterling officielles a entraîné une vive pression sur la livre dans

le marché des changes, à partir du 12 novembre. Cet élément a également contribué à la fermeté du deutsche mark et du franc suisse.

Dans le "serpent", la couronne norvégienne est restée en permanence la monnaie la plus faible, ce qui était déjà le cas depuis le 15 octobre. Elle a dû être soutenue par tous ses partenaires, sauf la Suède.

Le florin, le franc belge, le mark allemand et la couronne danoise ont été alternativement les monnaies les plus fortes depuis le 1er novembre. Durant les premiers jours de décembre, seuls le franc belge et en particulier le florin ont été utilisés au soutien de la couronne norvégienne. En même temps, à partir du 5 décembre, la couronne danoise s'est brusquement affaiblie et rapprochée très nettement de la couronne norvégienne.

Au cours du mois de novembre, aucune intervention n'a dû être enregistrée dans le FECOM. Seuls les accords bilatéraux qui lient la Norges Bank aux banques centrales des quatre pays membres du "serpent" ont été mis en oeuvre pour un total de 132,4 millions d'UCME. Le florin a été utilisé à concurrence de la moitié de ce montant, le franc belge pour 25%, le mark pour 20% et la couronne danoise pour le solde de 5%.

Rappelons qu'en octobre le volume des interventions enregistrées dans les livres du FECOM avait porté sur 54,4 millions d'UCME; des opérations de soutien effectuées dans le cadre des accords bilatéraux s'étaient élevées à 192 millions d'UCME; le total mis en oeuvre s'était donc élevé à 246,4 millions d'UCME.

En ce qui concerne les interventions en dollars par les banques centrales participant à la concertation, la somme des achats effectués en majeure partie par la Deutsche Bundesbank, s'est élevée à l'équivalent de 328 millions d'UCME. D'autre part, les ventes de dollars réalisées par la Bank of England et la Banca d'Italia ont formé ensemble l'équivalent de 764 millions d'UCME. Par solde, le dollar a donc été vendu en novembre par l'ensemble des banques centrales participant à la concertation à concurrence de l'équivalent de 436 millions d'UCME.

Pendant les premiers jours de décembre, la Bank of England, la Banca d'Italia et la Danmarks Nationalbank ont procédé à des interventions en dollars à la vente et à l'achat. L'ensemble s'est traduit par un achat total net égal à 73 millions d'UCME.

Du 15 au 19 novembre, la Banque de Réserve Fédérale de New York a procédé à des ventes de francs belges (équivalent de 11 millions de dollars), de florins (équivalent de 28 millions de dollars), de marks allemands

(équivalent de 187 millions de dollars) et de francs suisses (équivalent de 13 millions de dollars). Le soutien qu'elle a ainsi fourni au dollar a porté sur 239 millions de dollars, soit l'équivalent de 198 millions d'UCME. Très rapidement après ces interventions, elle a pu racheter les monnaies européennes en cause à concurrence de \$87 millions. Pendant les premiers jours de décembre, elle a poursuivi ses rachats de florins et de marks pour un total de \$82 millions.

Ses tirages-swap en francs belges et en florins se trouvent ainsi entièrement remboursés à l'heure actuelle, ce qui n'est pas le cas pour les tirages en marks allemands.

- En ce qui concerne les pays de la CEE en dehors du "serpent", il convient de noter que les réserves de la Banca d'Italia en devises ont diminué de l'équivalent de 508 millions d'UCME, essentiellement à la suite de ses interventions dans le marché du dollar (337 millions d'UCME) et du paiement d'intérêts dus sur les emprunts en cours (124 millions d'UCME).
- Les réserves de la Banque de France ont augmenté de 26 millions d'UCME. D'autre part, pendant le mois de novembre, le marché des changes français a été alimenté à hauteur de 64 millions d'UCME environ par des cessions du produit d'emprunts du secteur public et semi public.
- Enfin, les réserves de la Bank of England ont augmenté de 243 millions d'UCME grâce à la recette du produit d'emprunts (950 millions d'UCME) et malgré des interventions importantes de soutien de la livre contre dollars (425 millions d'UCME).

La concertation n'a pas soulevé de problèmes particuliers dignes d'être mentionnés ou soumis au Comité.

III. Avis ou rapports à présenter lors de la session du 19 décembre au Conseil des Communautés européennes pour répondre au mandat donné par celui-ci d'étudier les propositions françaises sur la relance monétaire européenne

Le Président souligne l'importance des travaux accomplis par le groupe d'experts; il propose de traiter les questions séparément et de demander chaque fois à M. Heyvaert de présenter les résultats des travaux des experts.

Avant d'aborder l'examen des trois rapports, M. Heyvaert tient à rappeler le délai extrêmement court dont les experts ont disposé pour étudier

des questions très complexes et d'une portée vaste auxquelles il eut été souhaitable de pouvoir réfléchir plus longuement. Il ajoute que les discussions du groupe ont été marquées d'une extrême prudence et aussi d'une grande réserve sinon d'un certain scepticisme même de la part de délégations de banques centrales dont la monnaie flotte librement. Dans ces conditions, il a été difficile de formuler des propositions de décision portant sur une ou des actions nouvelles vraiment significatives.

1. Examen du Rapport No 26 du groupe d'experts concernant les objectifs et les conditions de mise en oeuvre d'une politique commune à l'égard du dollar

A. Exposé de M. Heyvaert

Les experts ont retenu deux objectifs:

- l'un, immédiat, qui consiste à reprendre en mains les marchés des changes,
- l'autre, plus éloigné, qui serait la préparation du terrain sur le seul plan monétaire, à la rentrée éventuelle des monnaies flottantes de la Communauté dans le "serpent".

Eu égard aux remous qui caractérisent depuis un certain temps les marchés des changes, le groupe a souligné l'importance d'une grande souplesse dans la mise en oeuvre du système suggéré; il s'est penché essentiellement sur les conditions de fonctionnement de celui-ci et notamment sur:

- la limite de variation journalière,
- la capacité de résistance des banques centrales,
- les moyens à mettre en oeuvre,
- les modifications de politique,
- les modalités particulières d'intervention en cas d'actions divergentes,
- la concertation avec les deux banques centrales associées au "serpent" et avec celles de pays tiers, en particulier la Banque de Réserve Fédérale de New York.

Le groupe remarque qu'un choix est à faire entre une politique de stabilisation des cours du dollar et une politique ayant pour seul but la régularisation des cours de l'ensemble des monnaies intracommunautaires entre elles, notamment par des interventions en dollars.

B. Discussion du Comité

Le Président ouvre la discussion en mettant en relief que l'action commune à l'égard du dollar, suggérée par les experts, vise principalement à "couper" les pointes des variations du cours de cette monnaie et à atténuer les soubresauts qui se produisent sur les marchés des changes. Si les Gouverneurs adoptent le principe de la mise en oeuvre d'une telle action - qui

comporte la possibilité de se retirer - ils devraient se prononcer notamment sur la limite de variation journalière et sur les contacts à prendre avec les banques centrales associées au "serpent" et avec la "Fédérale".

M. Emminger marque son accord sur le principe d'une action visant à modérer les fluctuations du cours du dollar et à "couper" les pointes. La Deutsche Bundesbank a acquis une grande expérience en matière d'intervention sur le dollar, dans les deux sens, et elle a déjà entrepris une politique de modération ou de lissage des variations journalières. Il est souhaitable de continuer dans cette voie en fixant en commun un certain but, sous la forme d'une limite de variation journalière en deça de laquelle on peut laisser aller les cours et à partir de laquelle on doit normalement intervenir.

Compte tenu des forces du marché et de l'expérience des derniers mois, cette limite devrait être tenue secrète et être fixée à 1%; on pourrait y faire exception dans certains cas pour lesquels on ne peut prétendre établir la distinction proposée par les experts aux points c) (tendance fondamentale dans le marché) et d) (tendance divergente affectant une monnaie CEE) de la page 3 du Rapport No 26. Il faut en effet pouvoir agir avec souplesse et rapidité chaque fois que cela sera nécessaire.

Le Président retient que M. Emminger est d'accord sur le principe d'une action commune à l'égard du dollar avec une limite de variation journalière de 1%, dont la mise en oeuvre serait prudente et très souple et comporterait des exceptions ne retenant pas la distinction faite par les experts aux points c) et d) susmentionnés.

M. Zijlstra doute fort qu'on puisse garder secrète la limite de 1% et se demande si, de ce fait, les marchés n'auront pas tendance à "jouer" de ce système d'interventions commun.

M. Clappier comprend les préoccupations de MM. Emminger et Zijlstra mais si elles étaient prises au pied de la lettre il ne serait plus possible de reconstituer un "serpent" couvrant toutes les monnaies communautaires et même plus possible de maintenir le système actuel dont les règles précises sont connues de tous et peuvent être le jouet de la spéculation. Il marque son accord pour faire une première expérience dans les conditions prévues par les experts avec une limite de variation journalière de 1% déclenchant des interventions automatiques, tout en faisant remarquer qu'avec une telle limite, les interventions seront rares et l'expérience sera donc limitée. Même s'il est assez illusoire de pouvoir garder le chiffre de 1% secret, la

procédure suivante pourrait être suivie: Le Président du Comité informerait les Ministres des Finances des pays de la CEE, au cours de leur déjeuner restreint pris à l'occasion de la session du Conseil, que les Gouverneurs sont tombés d'accord sur un certain nombre d'orientations sur la base desquelles une expérience va être tentée. En outre, chaque Gouverneur préviendrait son Ministre.

Le Président constate, après les déclarations de MM. Emminger, Zijlstra et Clappier, que les Gouverneurs sont d'accord pour tenter une expérience d'action commune à l'égard du dollar et pour prendre contact à ce sujet avec les banques centrales associées au "serpent" de Norvège et de Suède ainsi qu'avec la "Fédérale".

M. Clappier précise qu'il ne voit pas d'inconvénient à informer les autorités américaines mais qu'il n'est pas question de chercher à obtenir d'elle un accord. Certes, la coopération de la "Fédérale" est souhaitable mais l'expérience et des propos récents montrent que les avis sont partagés à ce sujet aux Etats-Unis.

M. Richardson se réfère au dernier alinéa de la page 5 du Rapport No 26 et demande si une banque centrale pourrait être assurée d'obtenir auprès d'une banque centrale partenaire, contre dollars, la monnaie de celle-ci au cas où, dans les circonstances décrites dans le Rapport, elle souhaiterait vendre dans le marché la monnaie de ce partenaire pour soutenir sa propre monnaie.

M. Emminger est d'avis qu'effectivement il pourrait être utile à l'occasion qu'une banque centrale soutienne sa monnaie en intervenant en monnaie forte d'un partenaire (qu'elle acquerrait auprès de celui-ci contre dollars) plutôt qu'en vendant des dollars. Toutefois, il ne pense que dans de tels cas la monnaie forte devrait être automatiquement mise à la disposition de cette façon; chaque cas de ce genre devrait être traité dans le cadre de consultations ad hoc entre les deux banques centrales concernées.

Le Président et M. Richardson partagent l'avis de M. Emminger pour ne pas prévoir d'obligation générale et pour recourir à des solutions ad hoc.

2. Examen du Rapport No 27 du groupe d'experts sur les propositions françaises relatives à l'unité de compte monétaire européenne

Le Président organise la discussion du Comité autour des points suivants:

a) Le lien entre l'UCME et l'or

Le Président rappelle que les experts jugent ce lien inutile; ils ne proposent pas sa suppression immédiate qui ne changerait rien en pratique,

mais qui nécessiterait une modification du Règlement 907/73 instituant le Fonds européen de coopération monétaire. Il propose que le Comité marque son accord pour ne rien changer au statut actuel de l'UCME et pour prendre acte de l'anachronisme de son lien avec l'or.

Le Comité entérine la proposition du Président

b) L'UCME en tant que pivot d'un système de flottement concerté

Le Président souligne que les experts ne proposent pas un nouveau système de flottement concerté et que, dans leur grande majorité, ils sont opposés, pour des raisons de principe et surtout opérationnelles, à l'adoption d'une UCME-panier des monnaies CEE comme pivot d'un dispositif de change communautaire. Il constate l'accord du Comité avec cette opinion des experts.

c) La révision de la définition de l'UCME et le fonctionnement actuel du FECOM

Après les explications fournies par M. Heyvaert, le Président constate qu'à l'exception de la Banque de France, les autres banques centrales de la CEE ne sont pas disposées à changer l'UCME dans la mesure où le "serpent" actuel est maintenu.

M. Clappier rappelle que la délégation française a exploré différentes voies de nature à faciliter le regroupement des monnaies CEE; l'UCME-panier standard comprenant toutes ces monnaies était une de ces voies mais il est clair maintenant qu'elle est bouchée.

M. Mosca indique que la Commission a étudié les possibilités d'une nouvelle définition de l'UCME et que le Comité monétaire a examiné notamment l'unité de compte abstraite et l'unité de compte-panier. Il estime souhaitable de ne pas adopter une position définitive sur la question de l'unité de compte tant que les résultats de ces études ne sont pas disponibles.

Le Président pense que le Comité peut répondre à ce souhait de la Commission en convenant de maintenir provisoirement le statut actuel de l'UCME.

d) La révision de la définition de l'UCME dans le contexte d'opérations du FECOM en monnaies flottantes

M. Heyvaert rappelle brièvement qu'il s'agit d'une situation dans laquelle auraient lieu des interventions en monnaies du "serpent" par les banques centrales émettrices de monnaies flottant librement, ou vice versa, ces interventions donnant naissance à un financement à travers le FECOM. Le

statut actuel de l'UCME permettrait ce financement dans le cas du soutien d'une monnaie flottante à l'aide d'une monnaie du "serpent", mais il ne conviendrait plus dans les deux autres cas possibles où une monnaie flottante soutiendrait une autre monnaie flottante ou une monnaie du "serpent". Tout en soulignant que ces deux cas et surtout le dernier sont hypothétiques, les experts ont imaginé les trois possibilités mentionnées ci-après pour que l'UCME ait une relation définie avec les monnaies flottantes, possibilités entre lesquelles ils sont divisés:

- l'UCME-panier standard de toutes les monnaies CEE (proposition française),
- l'UCME calculée selon la méthode du "cours communautaire du dollar" utilisée pour les règlements en dollars dans le FECOM,
- l'UCME définie par une relation fixe avec le DTS.

M. Théron indique que la cohérence avec les propositions françaises en matière d'unité de compte, l'amène à être en faveur de la première possibilité; la solution inspirée des règlements en dollars ne tiendrait pas compte des monnaies flottantes et il semble difficile de se référer au DTS qui est un instrument international et pas seulement communautaire.

M. Emminger se déclare quelque peu embarrassé pour faire un choix à ce stade, vu qu'il n'est pas nécessaire de prendre maintenant une décision (les experts eux-mêmes disent que la question ne présente aucun caractère d'urgence).

MM. Carli et Zijlstra partagent l'avis de M. Emminger.

Le Président conclut en constatant qu'en raison notamment de l'absence d'urgence - le processus de rapprochement des monnaies communautaires n'est en effet pas réglé - le Comité ne prend pas position sur les différentes possibilités avancées par les experts et laisse cette question en suspens.

3. Examen du Rapport No 28 du groupe d'experts sur les propositions françaises concernant une action coordonnée sur les euro-marchés

A. Harmonisation des réglementations monétaires nationales vis-à-vis de l'extérieur

M. Heyvaert a présenté brièvement le chapitre II du rapport des experts en mettant notamment l'accent sur:

- les grandes divergences entre les situations économiques et monétaires des Etats membres qui constituent un obstacle sérieux à

l'harmonisation des réglementations nationales vis-à-vis de l'extérieur;

- les travaux déjà accomplis par d'autres groupes au sein de la CEE et de la BRI et les conclusions auxquelles ils ont abouti.

Bien que les obstacles à l'harmonisation souhaitée se soient encore aggravés par suite de la diversité de réaction des économies nationales à la crise pétrolière, les experts estiment qu'il serait possible d'envisager de dresser un cadre réglementaire harmonisé de principes généraux, assorti d'une gamme de modalités d'application très souples à choisir en fonction des circonstances.

M. Emminger fait observer que cette question dépasse la compétence des seules banques centrales et que le mandat d'étude du Conseil ayant été confié aux Comité monétaire, il est nécessaire de mener les travaux en collaboration avec celui-ci, un groupe commun aux deux Comités pourrait être créé le moment venu.

M. Mosca rappelle qu'il existe le groupe de travail "Mouvements de capitaux à court terme" dont le mandat prévoit déjà des études sur l'harmonisation notamment des réglementations monétaires nationales vis-à-vis de l'extérieur. Ce groupe devrait être commun aux deux Comités et le Comité des Gouverneurs pourrait exprimer le souhait de voir ses travaux accélérés.

Compte tenu de la situation actuelle dans la Communauté, qui a été soulignée dans le Rapport No 28, M. McMahon ne voit pas l'utilité d'accélérer les travaux.

Le Président admet que ceux-ci sont quelque peu théoriques et que de ce fait ils ne sont pas extrêmement urgents. Quoi qu'il en soit, il propose au Comité de suivre pour l'instant la suggestion de M. Mosca et de confier au groupe "Mouvements de capitaux à court terme", qui travaillerait pour le compte des deux Comités, les études jugées nécessaires dans le domaine de l'harmonisation des réglementations monétaires nationales vis-à-vis de l'extérieur.

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

B. Recherche d'une surveillance concertée des euro-marchés

Le Président rappelle que les Gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix ont décidé hier, lundi 9 décembre 1974, de créer un comité qui sera chargé de préparer les discussions des Gouverneurs dans ce domaine. Les autorités concernées du Danemark, d'Irlande et de la Commission seront tenues parfaitement informées des travaux de ce comité selon des modalités ad hoc à déterminer.

A la suite d'une question de M. Zijlstra sur les propositions au Conseil que la Commission auraient déjà faites ou s'appêtent à faire sur les sujets relevant de la compétence des Gouverneurs qui sont présentement discutées par le Comité, M. Mosca donne les informations suivantes.

- En ce qui concerne une action commune à l'égard du dollar, M. Haferkamp a fait part aux Ministres des Finances, lors d'un déjeuner, d'idées proches de celles des Gouverneurs.

- La Commission ne soumettra pas, lors de la session du Conseil du 19 décembre, une proposition concrète relative à l'unité de compte mais elle présentera sur ce problème des orientations qui préconisent l'étude de l'adoption d'une unité de compte définie par un panier composé de toutes les monnaies communautaires.

- La surveillance concertée des euro-marchés comporte deux aspects:
 - . le contrôle de l'activité des banques et notamment de leur solvabilité pour lequel les responsabilités sont divisées dans certains Etats membres, de même d'ailleurs qu'à la Commission. Celle-ci devrait à ce sujet présenter une proposition pour la session Conseil du 19 décembre visant à instaurer un début de concertation du contrôle des banques;
 - . le contrôle de la liquidité des banques, du fonctionnement des euro-marchés pour lequel la Commission proposera d'utiliser à l'avenir le FECOM en le dotant des moyens nécessaires.

M. Zijlstra estime que les procédures utilisées par la Commission ne sont pas satisfaisantes. En effet, les Gouverneurs font faire des études, formulent des avis et ils n'ont connaissance qu'après coup des propositions portant sur les questions qu'ils ont examinées et qui les concernent.

M. Richardson met en cause également les procédures utilisées par la Commission, particulièrement pour ce qui est des problèmes des euro-marchés ceux-ci sont en effet des questions qui le concernent directement en tant que Gouverneur de la Bank of England et, par conséquent, il considérerait inopportun et embarrassant que son Ministre soit saisi de propositions de la Commission que les Gouverneurs n'ont même pas aperçues auparavant

M. Mosca précise que les propositions de la Commission portent essentiellement sur les aspects de procédure et d'organisation et ne touchent pas véritablement au fond des problèmes. De ce fait, il ne pense pas qu'elles puissent créer des difficultés majeures. d'autant plus que le Conseil disposer des avis que le Comité des Gouverneurs vient de discuter et qu'il demandera probablement de nouveaux avis sur les propositions présentées par la Commission.

Le Président invite M. Mosca à renseigner le plus rapidement possible les Gouverneurs sur les propositions définitives de la Commission et à communiquer au plus vite les textes correspondants.

IV. Poursuite de l'échange de vues sur le problème de l'or sur la base des travaux du Comité des Suppléants

Le Président propose d'examiner successivement les points principaux du Rapport complémentaire sur le problème de l'or établi par le Comité des Suppléants.

1. Transactions sur or des banques centrales entre elles et avec le marché

M. Janson présente brièvement la partie du Rapport des Suppléants consacrée à ce point.

Il y a accord sur la nécessité d'obtenir l'amendement de l'article IV,2 des statuts du Fonds Monétaire International.

Une large majorité est en faveur d'un arrangement concernant l'accroissement du stock d'or monétaire qui serait conclu entre les Etats membres et qui serait proposé également à d'autres pays industriels importants détenteurs d'or comme les Etats-Unis et la Suisse. Le contenu de cet arrangement est esquissé dans le Rapport des Suppléants daté du 10 décembre 1974 (cf. pages 3 et 4 de ce document); il comporte en particulier une variante pour ce qui est du droit d'achat dans le marché ouvert par les ventes d'or dans le marché faites par un pays participant à l'arrangement.

M. Zijlstra estime que le point 1. de la page 4 du Rapport des Suppléants est l'élément essentiel de l'arrangement; les Gouverneurs devraient centrer leur débat sur ce point et ne pas présenter les autres aux Ministres.

M. Emminger peut se rallier à l'idée de ne présenter aux Ministres que l'essentiel de la déclaration d'intention sous laquelle l'arrangement prendrait forme, mais il considère utile que les Gouverneurs discutent entre eux les détails de l'arrangement, ne serait-ce que pour être prêt à répondre à toute question.

M. Clappier reconnaît l'ingéniosité de la formule suggérée par les Suppléants; il marque cependant à son égard une réserve générale de principe tenant à la position française qui veut retirer à l'or son statut privilégié mais veut lui donner le caractère d'une simple marchandise pouvant s'échanger sans aucune limitation.

M. Zijlstra considère qu'il doit être clair:

- que la période au cours de laquelle le stock d'or monétaire devra être stabilisé sera de deux ans,
- que les ventes dans le marché ne doivent pas nécessairement précéder les achats, on ne doit pas exclure de commencer par ceux-ci puisque la stabilisation du stock d'or monétaire serait jugée sur la durée de la période retenue, c'est-à-dire deux ans.

M. Janson estime qu'effectivement la stabilisation du stock d'or monétaire sur une certaine période peut recouvrir une série de variations dans les deux sens et n'exclut donc pas de commencer par des achats dans le marché. Toutefois, en raison de la liberté de décision pour l'achat ou la vente d'or qui est reconnue aux banques centrales (celles-ci ne peuvent être tenues à effectuer telle ou telle transaction particulière), si une banque centrale commence par acheter de l'or dans le marché, elle contracte en quelque sorte une obligation d'avoir éventuellement à vendre pour respecter l'engagement pris dans l'arrangement collectif.

M. McMahon souligne l'importance qu'il attache à cette obligation individuelle que contracte la banque centrale qui commence par acheter de l'or dans le marché.

M. Zijlstra accepte cette idée d'obligation individuelle qui est la contrepartie de la faculté pour les banques centrales parties à l'arrangement de commencer leurs opérations sur or dans le marché par des achats.

M. Carli considère que les cinq points de la formule suggérée par les Suppléants (cf. page 4 de leur Rapport) forment un système logique et cohérent et qu'ils devraient donc tous être retenus. Il ajoute qu'en raison de l'engagement qu'ils contractent de ne pas accroître leurs stocks d'or monétaire, les pays parties à l'arrangement doivent avoir un droit à reconstituer leurs stocks lorsqu'ils vendent de l'or à des pays ne participant pas à l'arrangement. La logique de celui-ci est en effet d'être limité aux pays membres de la CEE et aux pays industriels importants détenteurs d'or, afin que ces différents pays, appelés à avoir des déficits extérieurs à l'avenir, puissent régler partiellement ces derniers en or et puissent éventuellement reconstituer leurs stocks d'or pour régler à nouveau une partie de leurs déficits extérieurs. M. Carli ajoute qu'il est en faveur de la première variante du point 3. de la page 4 du Rapport des Suppléants, c'est-à-dire droit d'achat dans le marché ouvert aux différents pays du Groupe ayant souscrit l'arrangement; ce choix est une conséquence de la possibilité de réviser l'arrangement au cas où un pays ferait délibérément baisser le prix de l'or.

En réponse à une question de M. Janson et dans la ligne décrite par M. Carli, M. Baffi précise qu'il y a intérêt à ce que le groupe de pays participant à l'arrangement soit le plus petit possible; il n'y aurait donc pas d'inconvénient mais plutôt un avantage à ce que les Etats membres de la Communauté souscrivent seuls l'arrangement.

M. Zijlstra pense que le système fonctionnerait mieux si les Etats-Unis et la Suisse en faisaient partie.

M. Emminger estime que l'engagement souscrit ne devrait être revu que si la forte baisse du prix de l'or est provoquée par des ventes dans le marché effectuées par des autorités monétaires ne participant pas à l'arrangement. Celui-ci ne devrait donc pas être remis en cause dans le cas, par exemple, où l'Afrique du Sud et l'URSS augmenteraient leurs productions et leurs ventes d'or.

Le Président et M. Zijlstra ne partagent pas cet avis; ils considèrent que les banques centrales devraient pouvoir réexaminer l'arrangement en cas de forte baisse du prix de l'or quelle qu'en soit le motif.

Le Président conclut le débat en constatant qu'à l'exception de M. Clappier qui a formulé la réserve générale de la Banque de France, les Gouverneurs adoptent, avec les précisions mentionnées ci-après, la formule

d'arrangement en matière de stabilisation du stock d'or monétaire, que proposent les Suppléants dans leur Rapport.

- Les Gouverneurs sont d'accord pour souscrire un engagement de ne pas accroître le stock d'or de leurs banques centrales sur une période de deux ans; cet engagement pourrait n'être pris que par les Etats membres de la CEE; il pourrait aussi être étendu à d'autres pays industriels mais le nombre total de participants devrait être limité si l'on veut donner au système un sens et un fonctionnement le plus efficace possible.
- Les Gouverneurs considèrent que la stabilisation du stock d'or monétaire ayant lieu sur une période de deux ans, les premières opérations dans le marché, faites par les banques centrales, peuvent être aussi bien des ventes que des achats; dans ce dernier cas toutefois l'institut d'émission contracte une obligation d'avoir à vendre éventuellement de l'or dans le marché pour respecter l'engagement collectif du Groupe.
- Les Gouverneurs sont d'avis que la vente d'or dans le marché par des pays parties à l'arrangement devrait ouvrir un droit d'achat dans le marché aux différents pays du Groupe (première variante du point 3).
- Sous réserve du point de vue exprimé par M. Emminger, les Gouverneurs estiment que l'engagement conclu devrait être revu en cas d'une forte baisse du prix de l'or quelle que soit la raison de celle-ci

2. Opérations sur or du FMI

Le Président prend note de l'accord du Comité sur la formule suggérée par les Suppléants (cf. page 5, c) de leur Rapport) avec la précision, suite à une question de M. Zijlstra, que les transactions sur or que le FMI pourrait être amené à effectuer à l'avenir et qui seraient soumises à une majorité qualifiée de 85%, couvriraient toute forme d'opération au comptant et à terme.

3. Conditions de libération de l'augmentation des quotas du FMI

En dehors de l'accord partiel sur le fait qu'il ne serait pas souhaitable, pour faire face à un règlement en DTS du quart de l'augmentation des quotas, de procéder à cette seule fin à une émission spéciale de DTS, le Comité reste divisé quant à la formule de libération à retenir: règlement en réserves primaires ou en monnaies nationales.

4. L'élimination de toutes références au prix officiel de l'or dans les statuts du FMI

Le Comité marque son accord sur le principe de cette élimination et prend acte des considérations présentées par les Suppléants sur la compatibilité entre la suppression du prix officiel de l'or et l'utilisation éventuelle de celui-ci pour financer, par exemple, une fraction des augmentations de quota du FMI. Ces considérations montrent en particulier qu'une fois banalisé l'or devrait avoir un statut différent de l'actuel, statut qui devra être précisé le moment venu.

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

Le Président constate que les Gouverneurs sont tous d'accord pour renouveler, sans changement, les arrangements de swap conclus entre leurs banques centrales et la Banque de Réserve Fédérale de New York.

VI. Analyse de la 76e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison de l'ordre du jour chargé, le Comité ne procède pas à cette analyse.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Pas d'autres questions.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Washington, en liaison avec les réunions monétaires internationales, à une date qui sera fixée ultérieurement, mais qui devrait être entre le 14 et le 16 janvier 1975.