

PROCES-VERBAL DE LA 164^e* SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 9 MARS 1982 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Magnifico et Masera; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par MM. Mikkelsen et Kolte; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke, Kloft et von Rosen; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Arsenis, accompagné par MM. Papaefstratiou et Papanicolaou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par M. Reynolds; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, Sillem et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Padoa-Schioppa, Kees, Mingasson et Louw; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assiste, en outre, M. Heyvaert, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Godeaux, le nouveau Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, et en le félicitant de sa nomination à ce poste.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 20 avril 1982, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 163e séance

Le procès-verbal de la 163e séance, tenue le 9 février 1982, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intra-communautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE:

- Présentation par M. Heyvaert du rapport concernant l'évolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de février 1982 et des premiers jours de mars 1982
- Adoption par le Comité du Rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE
- Série mensuelle de statistiques

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et constate l'adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE. Il indique, suite à des remarques de MM. Ó Cofaigh et Pöhl, que la question des procédures relatives aux réalignements pourra être discutée ultérieurement sous le point IV. Il ajoute qu'avant d'aborder le point suivant de l'ordre du jour il tient à remercier très chaleureusement, au nom du Comité, M. Heyvaert pour la contribution qu'il a apportée pendant de nombreuses années aux travaux des Gouverneurs. Brillant Président du groupe d'experts et grand ancien des procédures de concertation qu'il a fortement inspirées, M. Heyvaert a toujours préparé et présenté avec une grande compétence, clarté et rigueur les rapports spécialisés et les rapports mensuels. Le Président redit à M. Heyvaert toute la reconnaissance du Comité et tous les meilleurs vœux des Gouverneurs pour son avenir.

III. Adoption éventuelle d'un rapport du Comité des Gouverneurs
au Conseil ECOFIN du 15 mars 1982

Le Président rappelle que, lors du dernier Conseil ECOFIN le 15 février 1982, il a présenté au nom du Comité un rapport oral. Suite à celui-ci et au rapport du Comité monétaire, le Conseil a invité les deux Comités à poursuivre les travaux et à lui faire rapport à l'occasion de sa session du 15 mars sur les quatre sujets suivants: les mécanismes du SME, l'ouverture de ce dernier vers l'extérieur, l'utilisation privée de l'Ecu et le renforcement de la convergence.

Le Comité doit donc maintenant se pencher sur le rapport qu'il entend présenter aux Ministres le 15 mars et pour lequel les Suppléants ont oeuvré dimanche après-midi et lundi matin à Bâle.

M. Dini indique que les Suppléants ont effectivement procédé à un examen détaillé des quatre sujets rappelés par le Président. Le résultat de cet examen a été présenté dans un document remis aux Gouverneurs, daté du 8 mars 1982 et intitulé: "Rapport du Président du Comité des Suppléants au Comité des Gouverneurs"¹⁾. M. Dini résume les principaux éléments de ce document et fait état en particulier des vues différentes qui se sont exprimées, parmi les Suppléants, en ce qui concerne les amendements possibles de nature non institutionnelle à apporter aux mécanismes du SME.

Le Président remercie M. Dini et les Suppléants pour l'examen approfondi qu'ils ont fait; il indique qu'il a fait distribuer un projet de la note verbale²⁾ qu'il se propose de présenter au Conseil ECOFIN du 15 mars 1982. Ce projet reprend très largement la structure et le contenu du rapport du Président des Suppléants, sauf le point 3 (adaptations possibles aux mécanismes du SME) qui, étant le plus difficile et le plus controversé, est réservé pour une discussion plus approfondie.

Le Président constate l'accord du Comité sur l'économie générale du texte et notamment la première position donnée à la convergence et il invite les Gouverneurs à présenter leurs remarques sur la note verbale.

M. Ó Cofaigh souligne que le renforcement de la convergence devrait être obtenu par l'application de politiques non seulement nationales mais aussi communautaires et il souhaite donc ajouter ce dernier mot dans le texte.

1) Ce document est annexé au présent procès-verbal.

2) Ce projet, daté du 9 mars 1982, ainsi que la version définitive corrigée, en date du 15 mars 1982, sont annexés au présent procès-verbal.

M. Richardson suggère quelques amendements rédactionnels notamment pour le point 2, qu'il communiquera directement à M. Dini et au Secrétariat.

En ce qui concerne le point 4 (relations du SME avec l'extérieur), le Président précise qu'à l'occasion du Conseil ECOFIN du 15 février les Ministres ont invité le Comité des Gouverneurs à intensifier ses échanges de vues avec les autorités monétaires américaines en vue d'assurer une meilleure coordination. Le texte du point 4, 1er alinéa, est une réponse à cette invitation mais les Gouverneurs pourraient se demander s'il n'est pas opportun que, de temps à autre, le représentant de la Fédérale soit invité à participer aux réunions du Comité pour discuter les politiques et les situations monétaires comme cela a déjà été fait, quelquefois dans le passé, pour des questions plus techniques.

M. Richardson considère que les occasions de contact qui existent actuellement avec les collègues américains, sont entièrement adéquates.

M. Ortoli ne désire pas intervenir dans une question qui concerne directement les Gouverneurs mais il note une certaine différence entre la satisfaction qui est exprimée ici et l'insatisfaction qui est ressentie au niveau politique. La Commission proposera une intensification des discussions avec les autorités économiques et monétaires américaines, notamment lorsque de grands mouvements des cours de change et des taux d'intérêt créent des problèmes. En outre, elle estime qu'entre l'absence totale d'interventions sur les marchés des changes et des interventions massives il y a probablement un point d'équilibre à trouver et à discuter calmement avec nos partenaires américains.

M. Richardson ne considère pas nécessaire et opportun d'inviter de temps en temps, au Comité des Gouverneurs, un représentant du Système de Réserve Fédérale. Se référant aux propos de M. Ortoli, il ajoute que la coopération avec ce Système est intense, permanente et suffisante et n'appelle donc pas de nouvelles procédures. Le problème réside dans certaines options ou directions des politiques américaines qui ne sont pas jugées les meilleures par les Gouverneurs, mais ceux-ci ont peu d'influence sur les autorités politiques concernées.

M. de la Genière tient à dissiper toute ambiguïté sur le texte du point 4; celui-ci n'exprime pas une satisfaction des Gouverneurs sur le fond car, en matière de politique monétaire de part et d'autre de

l'Atlantique, il existe des problèmes et des divergences: les Gouverneurs veulent en fait dire qu'ils ont les moyens de contact avec leurs collègues américains et qu'ils peuvent les développer soit dans les enceintes déjà utilisées, soit même dans celle du Comité des Gouverneurs où des représentants du "Federal" pourraient être invités de temps en temps.

M. de la Genière ajoute qu'il n'est pas certain que l'extraordinaire publicité qui est donnée en dehors des Gouverneurs à ces problèmes de divergence des politiques monétaires et notamment des taux d'intérêt ait toujours des effets bénéfiques.

Le Président confirme que son intention était de montrer que les moyens de consultations avec les autorités monétaires américaines existent et qu'on ne peut guère espérer obtenir davantage d'entente en les développant.

M. Gleske propose de supprimer dans le 2e alinéa du point 4 la mention du fait que l'absence d'une acceptabilité à 100% de l'Ecu dans les règlements intracommunautaires rend difficile l'extension de l'utilisation des Ecus en dehors du cercle des banques centrales membres du SME.

Le Président constate l'accord du Comité sur cette suppression ainsi que sur la suppression dans le même deuxième alinéa du point 4 du texte entre crochets ci-après "avec une position créditrice nette en Ecus".

M. Arsenis suggère de remplacer au 2e tiret du point 5 du projet de note verbale les mots "dans le cadre d'une abolition progressive des contrôles des mouvements de capitaux" par "en prenant en considération les problèmes relatifs aux contrôles de mouvements de capitaux dans les pays membres".

A la suite des remarques de M. Dini, de M. de la Genière et du Président sur l'opportunité de maintenir la mention de l'objectif d'une abolition progressive des mouvements de capitaux, le Comité convient de garder le texte initial du projet.

M. Ortoli marque son accord sur la précaution introduite par le Comité au 1er tiret du point 5 et indique que tant la Commission que la Banque Européenne d'Investissement s'engagent avec modération dans les emprunts en Ecus afin d'éviter de détruire cet instrument sous prétexte de le développer.

M. Richardson suggère une clarification, acceptée par le Comité, de la rédaction de la dernière phrase du point 5.

Le Président constate que le Comité a mis au point une bonne partie du texte de la note verbale (points 1, 2, 4 et 5) mais qu'il reste maintenant à traiter le point 3 (améliorations techniques). Celles-ci font l'objet d'opinions différentes entre les Gouverneurs et elles ont reçu, en dehors des banques centrales, une importance exagérée qui suscite des espoirs démesurés. En fait, les modifications dont il est question ne sont que des retouches limitées qui ne changeraient pas la nature du SME et qui probablement ne le rendraient ni meilleur ni pire. Toutefois, l'opinion des Gouverneurs à leur sujet deviendra publique à l'occasion du prochain Conseil ECOFIN et il serait navrant qu'un désaccord apparaisse.

Dans cet esprit, le Président note que deux possibilités d'accord sont concevables, soit pour ne rien faire, soit pour introduire un "paquet" minimal. Il fait distribuer, en vue de servir de base à la discussion, deux textes*: l'un avec le sigle DG (pour "disagreement") qui reflète le texte du Président des Suppléants et enregistre le désaccord, l'autre avec le sigle AG (pour "agreement") qui tente de dégager un accord. Le Président ajoute qu'en tant que Gouverneur de la Banca d'Italia il préfère nettement le texte AG.

M. Pöhl indique que la Bundesbank continue d'avoir des réserves considérables et n'est pas prête à changer sa position à propos d'une modification de la limite d'acceptabilité des Ecus et d'engagements plus amples en matière d'interventions intramarginales en monnaies du SME.

D'autres propositions telle qu'une meilleure rémunération de l'Ecu, sont acceptables, mais il vaut mieux en faire abstraction étant donné que les points ci-dessus constituent les deux pierres d'achoppement. Le texte AG ne peut donc pas être accepté. S'il n'est pas grave de faire apparaître les avis divergents des Gouverneurs sur des modifications sans lesquelles le SME devrait continuer à fonctionner aussi bien que jusqu'ici, il convient de revoir la présentation des arguments de ceux qui ne sont pas partisans de ces modifications. La Bundesbank pourrait également concevoir des amendements au système mais elle souhaiterait dire que ce dernier, qui repose sur un accord relevant de la compétence des banques centrales,

* Ces deux textes sont annexés au présent procès-verbal.

a fait la preuve d'un bon fonctionnement et d'efficacité et que les modifications proposées (notamment le relèvement de la limite d'acceptabilité de l'Ecu et des obligations d'interventions supplémentaires) affaibliraient la discipline du système et risqueraient d'en rompre l'équilibre délicat.

M. de la Genière se déclare d'accord avec M. Pöhl pour dire qu'on doit se concentrer sur le texte DG et l'améliorer de façon à la fois à éviter de donner l'impression qu'il y a des positions majoritaires ou minoritaires, bonnes ou mauvaises, et à développer les arguments aussi bien d'une position (1er tiret du texte DG) que de l'autre (2e tiret). Ainsi, pour ce dernier, le raisonnement devrait être articulé comme suit: le SME a bien fonctionné depuis trois ans mais l'expérience acquise conduit à souligner, en particulier, deux points: en premier lieu, les interventions intramarginales en monnaies du SME devraient être facilitées en permettant à une banque centrale dont la monnaie est soumise à une certaine pression de se procurer aisément les monnaies de partenaires et de bénéficier du financement à très court terme; en second lieu, les membres du SME devraient manifester une moindre réticence à l'égard de l'Ecu en relevant la limite d'acceptabilité .

Dans cet esprit, et dans le cadre du texte DG, M. de la Genière souhaiterait un renforcement du "paquet" et un exposé détaillé des amendements proposés, exposé qui pourrait s'inspirer, moyennant quelques retouches, de la rédaction du point 3 du rapport du Président du Comité des Suppléants. Il ajoute qu'il ne désire pas prendre une position maximaliste et qu'il est tout à fait prêt à discuter et à négocier notamment la limite d'acceptabilité et les conditions d'ouverture du financement à très court terme aux interventions intramarginales en monnaies du SME.

M. Duisenberg estime qu'il n'est pas opportun d'exposer en détail les aspects techniques sur lesquels les Gouverneurs sont divisés, d'autant plus que cette division reflète des différences plus fondamentales. Il ajoute que le texte des autres points (1, 2, 4 et 5) de la note verbale, tel qu'il vient d'être adopté, lui convient et pourrait presque suffire. En effet, l'énoncé des modifications techniques possibles risquerait de diluer le message principal destiné aux Ministres, notamment l'idée que

"le renforcement de la convergence est une condition préalable à tout développement significatif futur du SME" et risquerait de fournir un alibi aux autorités politiques pour ne pas agir sur les domaines fondamentaux et se concentrer sur des changements subsidiaires.

M. Richardson partage largement les remarques faites par M. Duisenberg et souligne trois éléments importants qui doivent être mis en lumière: les modifications techniques ne peuvent pas être une alternative viable à un renforcement de la convergence des politiques économiques; le système a exercé une discipline salubre et, dans un environnement souvent difficile, a fonctionné de manière remarquable. En ce qui concerne les amendements techniques, il faut éviter l'idée d'un "paquet"; en effet, certains changements, comme l'allongement de la durée des swaps et de la période de référence pour l'évaluation du prix de l'or, pourraient peut-être être acceptés dès maintenant par tous les Gouverneurs, mais pour les autres il n'y a pas d'accord et il est préférable de ne pas les présenter en détail, d'autant que tous ces changements relèvent de la compétence des Gouverneurs.

M. Pöhl appuie l'idée de M. Richardson et précise que, en présentant en détail aux Ministres des points controversés qui sont exclusivement de la compétence des Gouverneurs, on court le risque de se dessaisir de la décision. Certains des amendements évoqués, par exemple une meilleure rémunération de l'Ecu ou l'allongement de trois à six mois de la durée des swaps avec le FECOM, pourraient peut-être rallier un consensus, mais ils ne constitueraient pas un "paquet"; de plus, ils sont tellement accessoires qu'ils ne justifient pas d'engager, au sein du Conseil central de la Bundesbank, la procédure et la grande discussion qui seraient nécessaires pour modifier l'Accord du 13 mars 1979.

M. Ortoli souligne que la convergence, qui est essentielle, et les adaptations techniques du mécanisme sont plus liées que le débat a bien voulu jusqu'ici le reconnaître. S'il appartient aux Gouverneurs de décider sur les adaptations techniques qui relèvent de leur compétence, ils doivent une réponse au Conseil qui a évoqué de manière explicite, le 15 février 1982, les domaines d'application possibles d'amendements. La Commission, pour sa part, abordera ceux-ci dans ses propositions.

En ce qui concerne la convergence, M. Ortoli considère qu'on ne doit pas sous-estimer ce qui a été fait depuis plusieurs années; il cite en particulier deux exemples récents : celui de l'Italie où sans le SME il y aurait eu probablement en 1981 des dévaluations plus importantes de la lire et celui de la Belgique où le gouvernement s'est engagé dans un rétablissement progressif de la situation budgétaire correspondant aux recommandations de la Commission. Dans ces deux cas, l'existence et la discipline du SME ont été utiles et bénéfiques; il serait donc souhaitable que les Gouverneurs exploitent la marge d'améliorations possibles qui apparaît après trois années d'expérience du système; en agissant de la sorte, ils démontreraient leur attachement au SME et contribueraient au renforcement de la convergence, même si celui-ci est essentiellement de la responsabilité des autorités politiques.

M. de la Genière se déclare sensible à l'idée qu'en énonçant les amendements souhaités par certains Gouverneurs on peut donner l'impression d'abandonner la compétence des banques centrales à d'autres instances. Toutefois, le Comité des Gouverneurs, comme le Comité monétaire et la Commission, doit faire rapport sur les améliorations possibles des mécanismes du SME et, si ce rapport ne propose aucune modification, il est peu vraisemblable que l'affaire en reste là. Les mécanismes ont certes bien fonctionné et peuvent certainement fonctionner de la même manière à l'avenir, mais il paraît difficile d'affirmer, après trois années d'expérience, qu'aucune amélioration technique n'est possible. Aussi serait-il souhaitable que les Gouverneurs se montrent ouverts à l'égard de certains amendements qui, sans transformer les mécanismes et sans perturber les politiques monétaires nationales, manifesteraient la confiance dans le SME.

Le Président fait le point de la discussion et avance la suggestion ci-après à titre de compromis: la note verbale ne parlerait plus de "paquet" mais de certains ajustements ou mesures techniques sur lesquels les Gouverneurs doivent évidemment se mettre d'accord. Ces mesures pourraient être l'allongement de trois à six mois de la durée des swaps avec le FECOM, le relèvement de la rémunération de l'Ecu pour l'adapter aux taux du marché et le développement des interventions intramarginales en monnaies du SME pour lesquelles on introduirait une présomption que la banque centrale dont la monnaie a franchi un seuil de divergence

obtiendrait les moyens nécessaires pour intervenir, la banque centrale émettrice de la monnaie utilisée conservant un droit d'approbation.

M. Godeaux est sensible aux efforts faits par le Président pour trouver un texte ralliant un consensus mais il ne pense pas que celui-ci puisse s'établir autour des trois mesures suggérées. Par ailleurs, comme MM. Duisenberg et Pöhl l'ont déjà souligné, il n'est pas souhaitable de présenter aux Ministres certaines mesures techniques, de toute façon mineures et accessoires, qui n'ont pas recueilli un accord des Gouverneurs. En effet, en procédant de la sorte, on risque, d'une part de mettre en relief la partie la moins importante du message pour lequel un large consensus existe au sein du Comité, d'autre part de paraître se dessaisir du problème au profit du Conseil ECOFIN. En conclusion, M. Godeaux pense qu'il serait préférable de ne pas avoir de point 3 et de toute manière il déconseille de s'engager dans un exposé détaillé des deux positions en présence, d'autant plus que, ne pouvant pas s'identifier à l'un ou à l'autre tiret du texte DG, il serait amené à en suggérer un troisième.

Le Président reconnaît qu'il serait tentant de ne pas avoir de point 3, mais considère que les Gouverneurs ne peuvent pas ne pas évoquer, dans la note verbale, les quatre sujets que le Conseil ECOFIN a cités le 15 février 1982.

M. Jaans partage largement les remarques faites par MM. Duisenberg et Godeaux; il suggère d'abandonner le point 3 et d'étoffer un peu, en échange, le texte du point 2, par exemple en disant que les Gouverneurs ont étudié à fond les questions mentionnées par les Ministres et que pour le moment il leur paraît difficile d'arriver à un accord sur des ajustements significatifs, ce qui n'exclut pas que d'autres ajustements, relevant de la compétence des banques centrales, puissent être opérés dans l'esprit de coopération qui a toujours animé le SME depuis sa création.

M. Pöhl peut se rallier aux suggestions de MM. Godeaux et Jaans qui sont une bonne manière de préserver les intérêts et les prérogatives des Gouverneurs. Tout en rendant hommage aux efforts de conciliation du Président, il précise qu'il ne peut pas accepter les amendements proposés. La Bundesbank a des objections de fond à l'égard de la formalisation des interventions intramarginales en monnaies du SME, qui signifierait l'acceptation d'obligations supplémentaires en matière d'interventions et un resserrement des marges de fluctuation dans le système. Elle reste toutefois

favorable aux interventions intramarginales et continuera à les pratiquer à l'avenir. L'allongement de trois à six mois de la durée des swaps avec le FECOM n'apporterait aucun avantage dans le fonctionnement du SME alors qu'il soulève des problèmes pour la Bundesbank.

M. Pöhl estime donc préférable de faire apparaître que les Gouverneurs sont en désaccord sur certains points mais il est persuadé qu'un tel désaccord ne compromettra pas le fonctionnement du système.

M. de la Genière précise qu'il n'est pas prêt à ne retenir qu'un ou deux points, par exemple l'allongement de la durée des swaps et de la période de référence pour le calcul du cours Ecu/or, dans la liste de cinq points que les Suppléants ont proposés et qui constituent un ensemble équilibré. Il n'est pas prêt non plus à dire que le Comité a constaté que la meilleure solution est à l'heure actuelle de ne rien changer aux mécanismes. Le Comité pourrait reconnaître que le système a très bien fonctionné et peut continuer sur la base des dispositions actuelles, que certains Gouverneurs sont d'avis que quelques améliorations techniques, non fondamentales, pourraient être apportées, mais que l'ensemble du Comité n'a pas pu se mettre d'accord sur ces améliorations.

M. Duisenberg suggère de retenir, pour le point 3 de la note verbale, le début du texte DG, à savoir les 7 premières lignes.

Le Président constate l'accord du Comité sur cette suggestion; il ajoute que de toute manière il fera transmettre aux Gouverneurs dans les prochains jours, et donc avant le Conseil du 15 mars, le texte complet de la note verbale.

M. Ortoli tient à rappeler que la Commission a la tâche de faire des propositions au Conseil et qu'elle reprendra inévitablement dans son projet de Résolution les points qui figurent dans les conclusions du Conseil ECOFIN du 15 février.

M. Pöhl confirme son accord sur la rédaction proposée pour le point 3 de la note verbale et suggère d'ajouter que le Comité continuera de suivre l'évolution du SME et procédera, le cas échéant, aux modifications nécessaires. Il précise, à l'intention de M. Ortoli, qu'il serait souhaitable que, dans ses propositions, la Commission tienne soigneusement compte de la répartition des compétences entre banques centrales et autorités

politiques afin d'éviter tout conflit institutionnel. En effet, les questions qui viennent d'être discutées par les Gouverneurs relèvent entièrement, en République Fédérale, de l'autorité de la Bundesbank et même une Résolution du Conseil des Communautés européennes ne pourrait changer cela.

M. Ortolí se déclare tout à fait disposé à avoir la compréhension nécessaire dans ce domaine et à reprendre la formule utilisée lors de l'instauration du SME, à savoir une Résolution du Conseil invitant les banques centrales de la CEE à mettre en oeuvre les orientations ou décisions arrêtées. Si les Gouverneurs ne sont pas d'accord avec le projet de Résolution, ils pourront le dire lors du Conseil. Il est toutefois normal que la Commission, comme les institutions nationales, exerce sa responsabilité propre et elle souhaite le faire dans un esprit de compréhension réciproque.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Procédures dans le cas de réaligement des cours-pivots au sein du SME

Le Président rappelle que lors du dernier réaligement, les 20 et 21 février 1982, il n'y a pas eu de consultations entre les Gouverneurs, car les pays qui ont pris l'initiative du réaligement n'ont pas communiqué leur intention à l'avance. Ainsi les Gouverneurs n'ont eu des contacts entre eux qu'à l'occasion de la réunion à Bruxelles, le dimanche 21 février 1982. La manière dont s'est déroulée cette réunion soulève notamment deux problèmes: le caractère confidentiel des discussions; ainsi que le rôle des Gouverneurs et les consultations entre eux. En ce qui concerne ce dernier aspect, si la Décision du Conseil du 21 avril 1980 ne prévoit pas d'avis formel du Comité des Gouverneurs, celui-ci a déjà envisagé la possibilité de consultations préalables entre les Gouverneurs, ce qui suppose que le Président du Comité soit informé dans les meilleurs délais de la demande ou de l'intention d'une modification de cours-pivots. Les consultations pourraient se faire au moyen du réseau téléphonique No 2 dont les essais récents ont donné satisfaction et elles devraient avoir lieu

avant que l'avis du Comité monétaire ne soit rendu, si les Gouverneurs désirent influencer la décision finale autrement qu'en agissant individuellement auprès de leur ministre respectif.

Le dernier réalignement a révélé deux autres raisons d'insatisfaction. Tout d'abord, l'organisation des discussions et des réunions a donné lieu à des indiscretions et fuites qui ont entraîné des difficultés sur les marchés des changes et donc pour les banques centrales. En second lieu, des consultations informelles se sont déroulées, le dimanche à Bruxelles, entre Ministres sans la présence des Gouverneurs, alors que le Communiqué fait état d'une décision prise par les Ministres et les Gouverneurs. Ceux-ci pourraient demander de participer à qualité et effectivement à toute discussion sur le réalignement.

M. Ó Cofaigh indique que le Président a fort justement élargi la question de la confidentialité à celle plus générale des procédures de réalignement. Il rappelle que l'absence de secret, en février dernier, a eu des répercussions néfastes sur la livre irlandaise. Afin d'éviter que de tels événements ne se reproduisent, il fait les suggestions ci-après qui pourraient être présentées par les représentants des banques centrales au Comité monétaire lorsque celui-ci réexaminera les procédures existantes: les réunions devraient se tenir de préférence en dehors de Bruxelles ou à tout le moins ailleurs que dans le bâtiment Charlemagne, elles devraient regrouper seulement les Ministres, les Gouverneurs et deux conseillers par pays et être concentrées sur une journée pour les deux instances (Comité monétaire; Ministres et Gouverneurs). En outre, de véritables consultations préalables entre Gouverneurs seraient très utiles.

M. Pöhl est également d'avis que le réalignement de février s'est déroulé dans de très mauvaises conditions; il invite la Commission à réfléchir sérieusement à la mise au point de procédures prévoyant une préparation efficace et le secret. A l'époque du "serpent", les ajustements étaient bien préparés et confidentiels. Il importe aussi de ne pas oublier qu'un réalignement n'est pas un acte unilatéral, mais exige un accord de tous les partenaires et qu'il convient donc d'éviter des déclarations spectaculaires et intempestives qui suscitent des attentes sur les marchés des changes et risquent ensuite de conduire à de nouvelles spéculations.

M. Hoffmeyer rappelle qu'il n'a pas été en faveur d'une réunion des Gouverneurs lors du dernier réalignement, car il ne pensait pas que le Comité pouvait exprimer officiellement un avis. Il ajoute que la manière dont la réunion a été menée à Bruxelles est tout à fait critiquable et insatisfaisante, en particulier le fait que les aspects des banques centrales ont été écartés, sur initiative du Président du Conseil, les Ministres ont discuté sans les Gouverneurs et se sont enlisés dans un débat agricole peu convaincant.

M. Ortoli est d'avis qu'il y a eu manifestement, lors du dernier réalignement, un manque d'auto-discipline flagrant; il ajoute qu'il a été convenu de reparler de la procédure car le sentiment que les Gouverneurs viennent d'exprimer est partagé dans d'autres enceintes. La Commission est prête quant à elle à proposer des améliorations; le Comité monétaire doit aussi se pencher sur cette question et il serait donc utile que les vues et les suggestions spécifiques des Gouverneurs entrent en ligne de compte dans ce réexamen d'ensemble des procédures de réalignement.

Le Président indique qu'il fera part du mécontentement des Gouverneurs et que ceux-ci peuvent aussi à travers leur représentant au Comité monétaire faire connaître leurs vues lorsque celui-ci se penchera sur la question des procédures de réalignement. En ce qui concerne le rôle des Gouverneurs, la limitation des participants aux Ministres et Gouverneurs accroîtrait sensiblement le rôle des banques centrales et garantirait une meilleure confidentialité. En outre, les arrangements déjà évoqués devraient être maintenus, c'est-à-dire qu'il incombe au Gouverneur dont le pays prend une initiative en matière de modification de cours-pivot d'en informer le Président du Comité qui peut alors organiser une première consultation, ne serait-ce qu'officielle, entre ses collègues.

- Comité permanent des syndicats du personnel des banques centrales européennes

M. Loehnis informe les Gouverneurs que M. Richardson a reçu une lettre du Président du Comité des syndicats demandant l'établissement d'un contact entre ce Comité et le groupe des chefs de personnel des banques centrales

de la CEE. Au cours de certaines réunions de ce groupe, il y a eu des contacts avec le comité des syndicats. Ce dernier insiste beaucoup pour une harmonisation des conditions d'emploi et de travail du personnel des banques centrales européennes, aussi apparaît-il peu souhaitable de s'aventurer dans un tel domaine en formalisant un contact entre ce comité et le groupe des chefs de personnel dont l'objet est différent.

M. Loehnis ajoute que M. Richardson aimerait savoir si les autres Gouverneurs ont reçu une requête semblable et quelle serait leur attitude à son égard.

Le Président indique qu'il n'a pas reçu de communication de ce genre; le Président du comité des syndicats étant un agent de la Banque Nationale de Belgique, il demande à M. Godeaux s'il peut éclaircir la raison de cette requête et invite les Gouverneurs à s'informer directement ou lors de séances du Comité à Bâle en cas de réception de requête de ce genre.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 20 avril 1982 à 10 heures.

RAPPORT SUCCINCT SUR
L'EVOLUTION DES MARCHES DES CHANGES DES PAYS
DONT LES BANQUES CENTRALES PARTICIPENT A LA CONCERTATION

FEVRIER 1982

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation* ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de février et les premiers jours de mars 1982.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Au mois de février, les marchés des changes ont été principalement caractérisés par:

- la poursuite, surtout pendant la première quinzaine, de la tendance à la hausse du dollar sous l'impulsion de l'évolution réelle ou anticipée des taux d'intérêt aux Etats-Unis;
- un nouveau réalignement à l'intérieur du SME consistant en une dévaluation des cours pivots bilatéraux du franc belge (8,5%) et de la couronne danoise (3%).

La poursuite de la hausse du dollar a été déterminée dans la première partie du mois par des mouvements de même sens des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis qui subissaient l'influence de la forte croissance continue des agrégats monétaires aux Etats-Unis; elle s'explique aussi par

* Banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Suisse, du Japon, du Canada et des Etats-Unis.

les prévisions de hausse suscitées par les amples déficits du budget fédéral escomptés par l'administration américaine pour les trois exercices 1981 à 1983, cependant que la Federal Reserve Bank of New York confirmait l'orientation restrictive de la politique monétaire. Cette phase, marquée par deux relèvements successifs du prime rate aux Etats-Unis (de 15,75 à 16,50% puis à 17%), a atteint son point culminant vers le milieu du mois, lorsque le dollar a enregistré, par rapport à fin janvier, des appréciations de 4,2% vis-à-vis de l'Ecu, de 3,7% par rapport à la livre sterling, de 4,5% à l'égard du franc suisse et de 5,8% vis-à-vis du yen.

L'atténuation des anticipations à la hausse due à la décélération importante de l'expansion des agrégats monétaires et à l'annonce d'un besoin de financement du Trésor inférieur aux prévisions, ont provoqué, au cours de la seconde partie du mois, un fléchissement des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Le recul du prime rate à 16,50% s'est répercuté en partie seulement sur les cotations du dollar, en raison probablement de la légère tendance au repli enregistrée par les taux à court terme sur de nombreux autres marchés, à la suite de l'attitude moins restrictive adoptée par les autorités monétaires concernées.

L'évolution au sein du SME a été caractérisée pendant toute la première partie du mois par une recrudescence des pressions sur le franc belge, dont l'écart par rapport à la monnaie la plus appréciée de la bande restreinte de fluctuation, c'est-à-dire tour à tour le franc français et le florin néerlandais, n'a pu être limité au voisinage de 2%, que grâce à des interventions importantes et persistantes de la Banque Nationale de Belgique. Après le réaligement, le franc belge et la couronne danoise se sont trouvés dans la partie supérieure de la bande de fluctuation, avec des écarts d'environ 1%, du deutsche mark qui, en fait, a enregistré un certain raffermissement. Les indicateurs de divergence ont connu une évolution identique.

Après le réajustement des parités qui, à la fin du mois, s'était traduit sur le marché par une dépréciation du franc belge, par rapport aux autres monnaies du SME, allant de 7 à 8%, le gouvernement belge a annoncé un ensemble de mesures d'accompagnement comprenant le blocage des prix et des salaires, ainsi qu'un plan de création d'emplois et des projets de relance de l'économie.

La dépréciation de la couronne danoise sur le marché après le réalignement a atteint de 1,5 à 2% à la fin du mois par rapport aux autres monnaies du SME. La Danmarks Nationalbank est intervenue pour de faibles montants en vue de stabiliser le cours du marché.

Au cours du mois de février, le deutsche mark a réalisé quelque progrès par rapport aux autres monnaies du SME. Le programme gouvernemental de relance de l'économie et de l'emploi et les injections de liquidités effectuées vers la fin du mois (à un taux de 9,8%) par la Bundesbank au moyen de prises en pension n'a pas affecté de manière sensible des cotations du deutsche mark.

Le franc français s'est maintenu jusqu'au réalignement au sommet du système pour rejoindre ensuite, en même temps que les autres monnaies, le milieu de la bande de fluctuation. La Banque de France a effectué tout au long du mois d'importantes acquisitions intramarginales de deutsche marks. Sous l'impulsion de la banque centrale (qui a réduit, à plusieurs reprises, jusqu'à 14%, le taux de ses appels d'offre), la tendance à la baisse des taux à court terme s'est poursuivie en France.

Le florin néerlandais a enregistré une évolution parallèle au franc français. La Nederlandsche Bank a assoupli elle aussi les conditions du marché monétaire en autorisant une nouvelle baisse des taux à court terme et en éliminant ce qui restait (0,50%) de la surtaxe appliquée aux emprunteurs importants.

Soumise à une pression continue, spécialement au cours de la seconde partie du mois, la livre irlandaise a nécessité un soutien important de la Central Bank of Ireland. La faiblesse de la monnaie irlandaise a été due principalement au déficit élevé des comptes courants et aux incertitudes suivant le réalignement du franc belge et de la couronne danoise.

La lire italienne, qui est descendue de la partie supérieure à la partie centrale de la bande restreinte au cours de la dernière semaine du mois, a été fréquemment soutenue par la Banca d'Italia, compte tenu de l'accélération de la demande de devises consécutive à la suppression anticipée du dépôt préalable à l'importation.

La livre sterling a connu une évolution sensiblement identique à celle des monnaies du SME; elle s'est toutefois ressentie en partie de la tendance à la baisse des prix du pétrole, ainsi que des nouvelles

réductions des taux d'intérêt (le taux débiteur de base des "clearing banks" a été ramené de 14 à 13,5%).

La drachme grecque s'est dépréciée de 3,6% par rapport au dollar, réalisant un gain de 1,1% à l'égard des monnaies de la CEE. En termes de taux effectif, la monnaie grecque a enregistré un recul de 1,2%.

Le franc suisse a perdu moins de terrain par rapport au dollar (-2,5% à la fin du mois) que la plupart des autres principales monnaies. La Banque Nationale Suisse a effectué en cours de mois des opérations amples et répétées de régulation de la liquidité interne au moyen de swaps.

Le yen a continué à s'affaiblir à l'égard du dollar (-3% à la fin du mois) en dépit d'une évolution relativement favorable de l'économie et en particulier des comptes extérieurs. L'écart de taux d'intérêt nettement défavorable au yen (surtout par rapport au dollar) représente toujours la cause principale des sorties de fonds qui affaiblissent la monnaie nippone.

La couronne norvégienne a subi une dépréciation d'environ 2,2% par rapport au dollar, progressant d'environ 2% par rapport à l'Ecu.

Les mouvements de la couronne suédoise ont été sensiblement les mêmes (-2,3% par rapport au dollar, +2,1% par rapport à l'Ecu). La Sveriges Riksbank est cependant intervenue fréquemment en vendant des dollars durant la première moitié du mois, alors qu'elle a été pratiquement absente du marché pendant les deux dernières semaines.

Le fléchissement du dollar canadien par rapport au dollar américain a été plus marqué en février, du fait que les taux à court terme aux Etats-Unis ont été plus compétitifs que ceux en vigueur au Canada pendant une bonne partie du mois. Influencée négativement, surtout en fin de période, par le débat sur la politique des taux d'intérêt et par la crainte d'un renvoi ou d'un abandon d'un important projet énergétique, la monnaie canadienne a souvent fait l'objet d'interventions substantielle de la part de la Banque du Canada.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les ventes nettes de dollars se sont élevées à \$3,5 milliards en février (contre \$2,8 milliards en janvier), les ventes brutes ayant totalisé \$4 milliards (contre \$3,9 milliards) et les achats bruts \$0,5 milliard (contre \$1,1 milliard). Les principaux vendeurs nets ont été la Banque du Canada et la Banca d'Italia, qui sont intervenues tout au long du mois. La Banque Nationale de Belgique, au cours des dix jours qui ont précédé le réalignement, et la Banque du Japon sporadiquement, ont effectué d'importantes ventes. La Central Bank of Ireland et la Sveriges Riksbank ont également vendu des montants notables de dollars, tandis que la Bundesbank a procédé à des cessions à terme sec. Les seuls acheteurs nets de dollars ont été la Norges Bank et, dans une mesure beaucoup moindre, la Bank of England.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Les interventions brutes en monnaies communautaires ont atteint la contre-valeur de \$0,85 milliard et ont, pour une grande part, consisté en ventes de francs français contre deutsche marks; il y a eu également des ventes de livres sterling contre livres irlandaises et de florins néerlandais contre francs belges. Ces interventions ont été intégralement financées par prélèvement sur les réserves.

* * *

Pendant la première semaine de mars, les cotations du dollar ont subi un ajustement vers le bas, par suite de l'apparition de nouveaux symptômes de récession dans l'économie américaine, puis de la confirmation du fait que l'activité du Trésor sur le marché monétaire était inférieure aux prévisions.

Au sein du SME, la tendance ascendante affichée par le deutsche mark en février, surtout après le réalignement du 22 février, s'est trouvée confirmée. Outre les effets de ce réalignement, le raffermissement

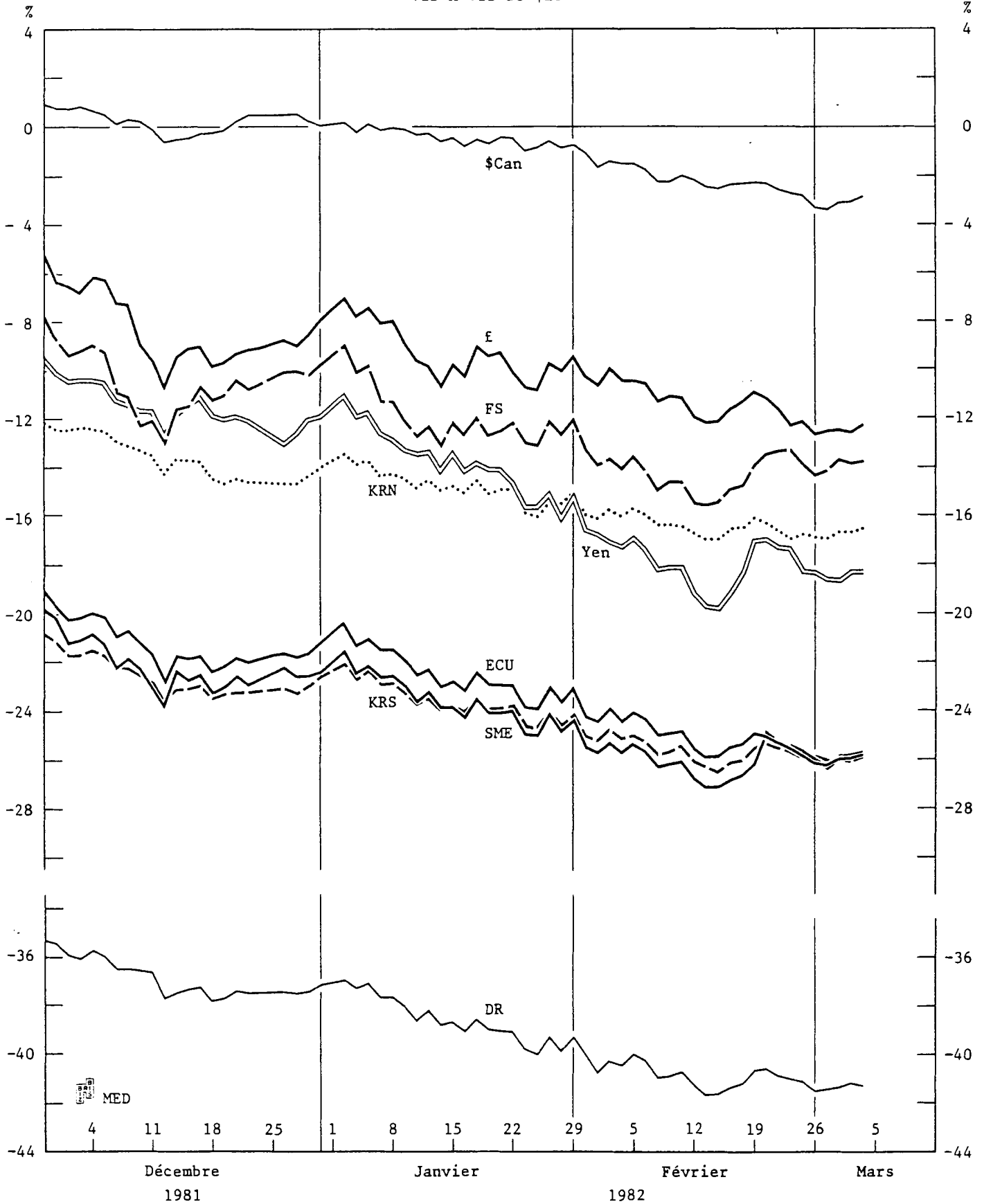
de la monnaie allemande est aussi à la base d'une réduction progressive des écarts entre les monnaies des pays membres.

On a enregistré en même temps de nouveaux mouvements des taux d'intérêt en Europe. La Belgique a ramené le taux d'escompte de 14 à 13% et celui des avances de 15 à 13,5%. Le taux débiteur de base italien est revenu de 22,5 à 21,75%. En Suisse, les taux des dépôts à échéance fixe appliqués par les quatre grandes banques ont été réduits à deux reprises, tandis que le taux moyen des nouvelles prises en pension de la Bundesbank ressortait à 9,75%.

Durant les cinq premiers jours de mars, les interventions en dollars se sont traduites par \$0,6 milliard de ventes nettes (soit \$0,7 milliard de ventes brutes et \$0,1 milliard d'achats bruts). La majeure partie des ventes ont été effectuées par la Banca d'Italia, la Banque de France et la Central Bank of Ireland.

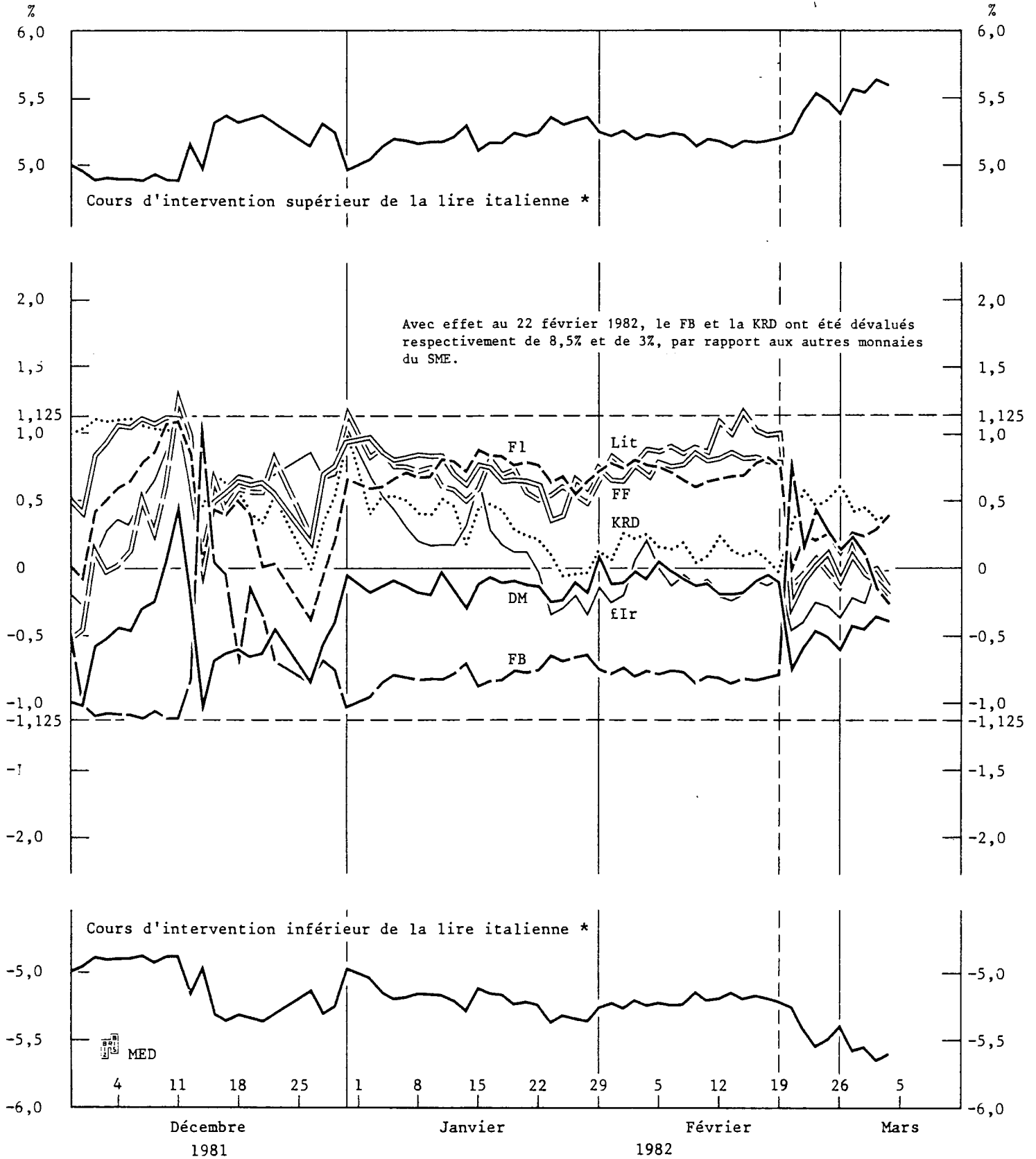
Les interventions en monnaies communautaires ont atteint la contre-valeur de \$0,1 milliard et représentent essentiellement des ventes de deutsche marks contre francs français.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978
 VIS-A-VIS DU \$EU *



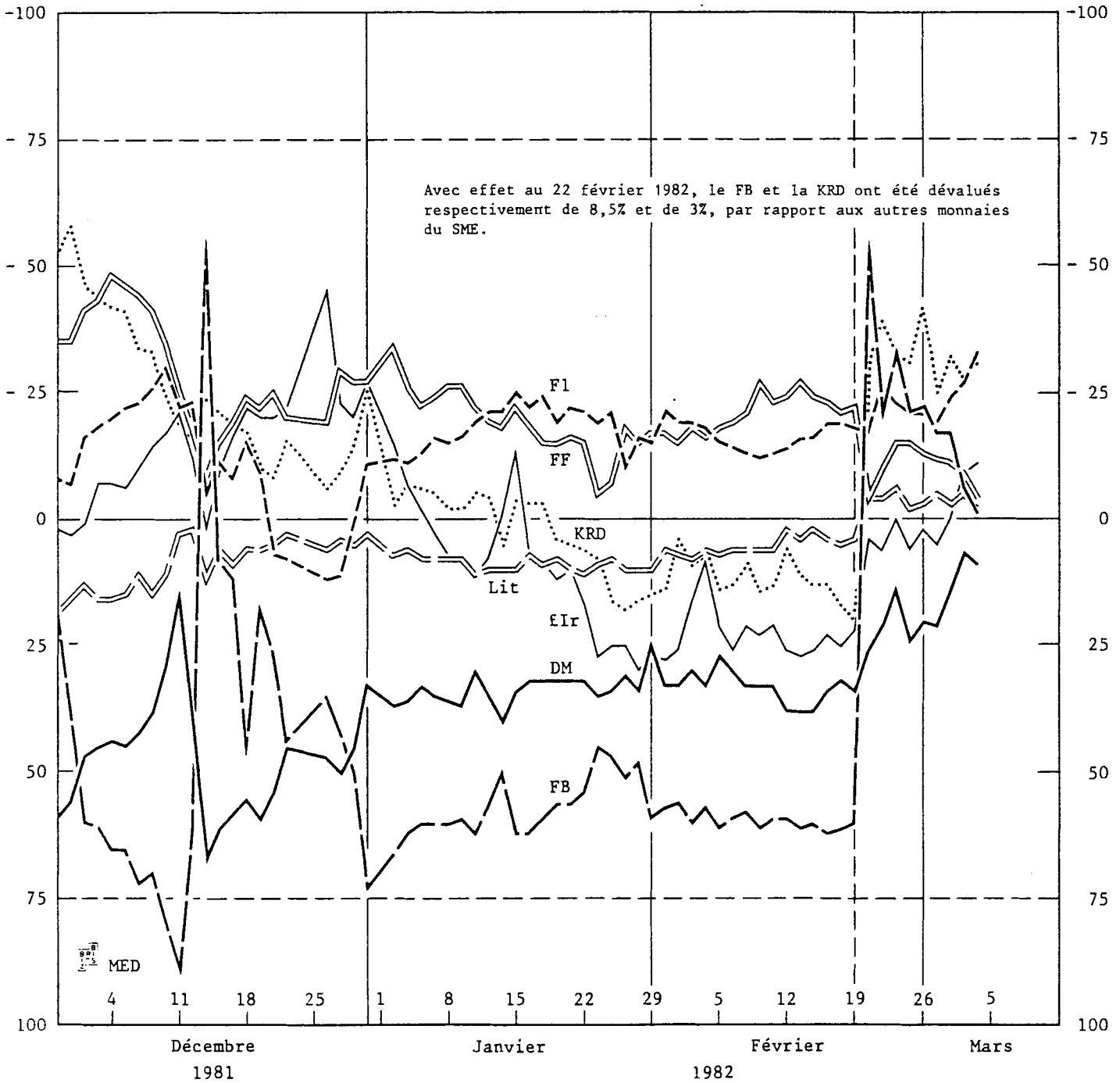
* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



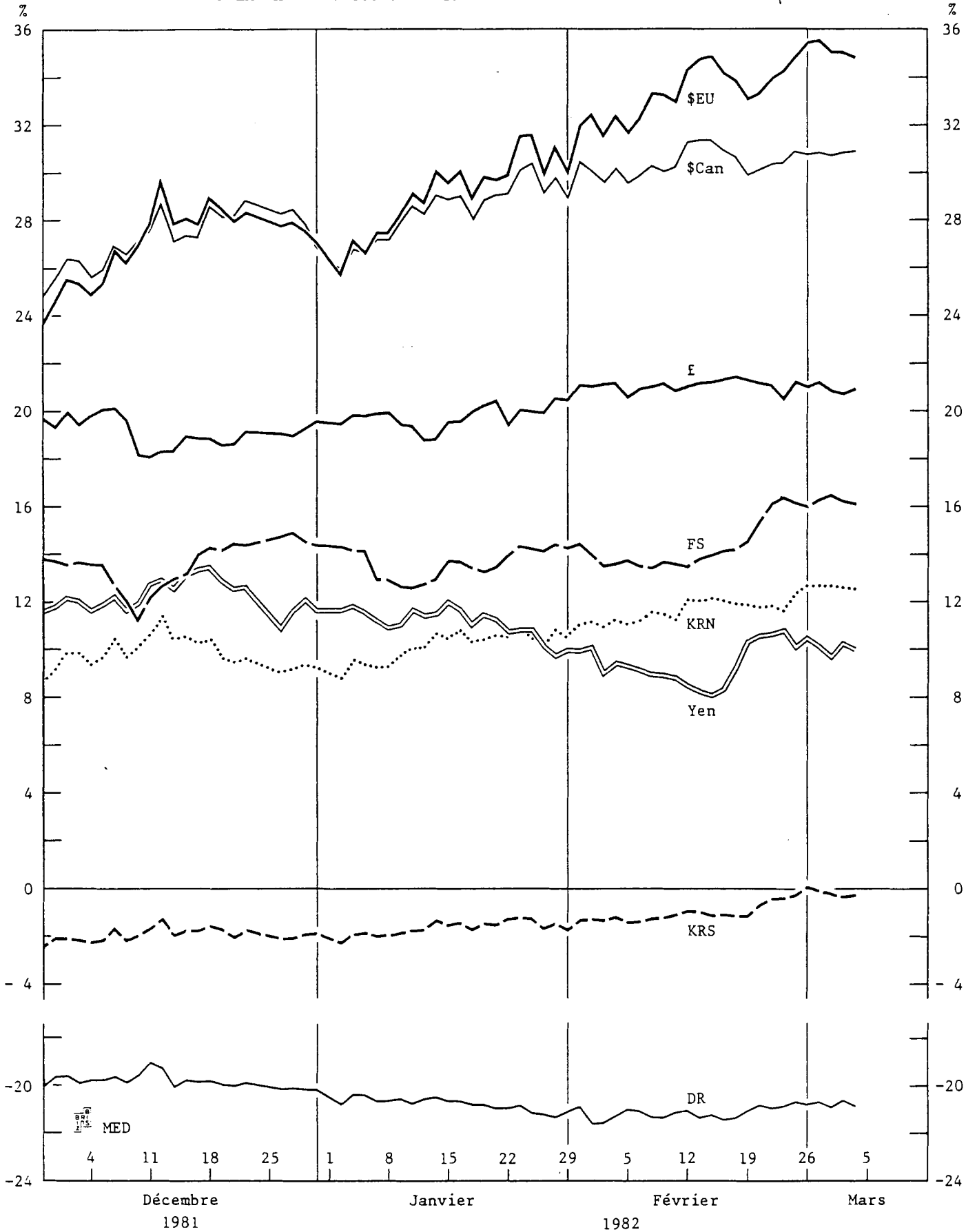
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978 *



* £ 0,677119; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210; DR 49,6672.

Version définitive corrigée*

NOTE VERBALE AU CONSEIL ECOFIN DU 15 MARS 1982
SUR L'AVENIR DU SME

1. A la suite de la session du 15 février 1982 du Conseil des Communautés européennes (ECOFIN), le Comité des Gouverneurs a poursuivi ses travaux sur l'évolution future du SME et examiné en particulier les quatre domaines énumérés dans les conclusions de cette session du Conseil, à savoir:

- les mécanismes du système,
- l'ouverture du système vers l'extérieur,
- l'utilisation privée de l'Ecu,
- le renforcement de la convergence.

Le Comité des Gouverneurs désire rappeler que le système a bien fonctionné jusqu'à présent; il convient toutefois de reconnaître que ce résultat est dû en partie à l'adoption de cours-pivots réalistes lors de la mise en oeuvre du système et à la faiblesse du deutsche mark pendant des périodes prolongées. Plus généralement, ce bon fonctionnement a résulté pour beaucoup du degré de coopération élevé entre les banques centrales dans leur gestion du système. Etant donné cependant le manque de convergence des politiques économiques et des variables économiques fondamentales dans les pays membres, les conditions ne sont présentement pas réunies pour opérer des modifications institutionnelles majeures au sein du SME.

2. En conséquence, le renforcement de la convergence est une condition préalable à tout développement significatif futur du SME.

* Cette version est identique à celle portant la même date du 15 mars 1982, sauf en ce qui concerne le point 3 qui contient les changements proposés par certains Gouverneurs sur la version du 11 mars et acceptés par le Président du Comité.

Ce renforcement devrait s'appliquer à tous les domaines de la politique économique (en particulier, à la politique budgétaire) et être obtenu par l'application de politiques nationales et communautaires coordonnées visant à corriger les déséquilibres existant dans et entre les pays de la CEE. Le succès final de ces politiques dépendra cependant davantage de la détermination dont feront preuve les autorités nationales pour assurer la réalisation des objectifs économiques que des procédures de consultation.

Le SME lui-même peut aider ce processus étant donné, en particulier, que les contraintes de taux de change qu'il impose ont sans aucun doute influencé les politiques monétaires et autres des pays participants dans le sens d'une plus grande discipline. Mais cela n'est pas suffisant. Si les divergences s'accroissent dans d'autres domaines, les politiques monétaires des divers pays finissent par céder à la pression. On ne peut pas non plus s'en remettre à des réalignements de cours de change pour atténuer les tensions: s'ils deviennent trop fréquents ou trop importants, ils nuisent à la crédibilité du système et risquent d'accroître les divergences d'évolution.

Dans ces conditions, les améliorations techniques apportées à tel ou tel élément du système ne peuvent pas être considérées comme une alternative viable à un renforcement de la convergence des politiques économiques. Des progrès dans ce domaine sont d'une importance vitale pour la poursuite de l'existence du SME.

En ce qui concerne les politiques monétaires, le Comité des Gouverneurs continuera à suivre les évolutions dans les pays membres de la CEE, ainsi que leur compatibilité entre elles et avec les objectifs d'une plus grande stabilité sur les plans interne et externe. A cet effet, le Comité des Gouverneurs évalue régulièrement les adaptations qui pourraient s'avérer indispensables pour favoriser la cohésion de l'évolution monétaire et des taux de change au sein de la Communauté. Le Comité des Gouverneurs analyse, en particulier, l'accroissement récent des emprunts à l'étranger des pays membres de la CEE et ses implications pour la poursuite de la politique monétaire.

3. Les Gouverneurs ont soigneusement examiné un certain nombre d'adaptations possibles aux mécanismes du SME qui sont du ressort de leur compétence. Ces ajustements concernent: 1) l'intervention et le financement au sein du système; 2) la création et l'acceptabilité des Ecus.

Les Gouverneurs ne sont cependant pas parvenus à un consensus sur l'introduction d'amendements aux arrangements et accords qui existent actuellement. Ils désirent souligner que leur examen approfondi du fonctionnement du SME au cours de ses trois premières années les a conduits à conclure que le système fonctionne de manière satisfaisante du point de vue technique.

Le Comité des Gouverneurs continuera de suivre attentivement l'évolution du SME et se tient prêt à introduire les adaptations à ses mécanismes qui pourraient s'imposer selon les circonstances.

4. En ce qui concerne les relations du SME avec l'extérieur, le Comité des Gouverneurs a centré son attention sur l'opportunité d'obtenir un degré plus élevé de stabilité des taux de change, notamment pour ce qui est des relations entre le SME et le dollar EU. On ne saurait cependant y parvenir simplement par des interventions sur le marché des changes. La solution des problèmes actuels requiert plutôt une meilleure coordination des politiques économiques au sein de la Communauté ainsi qu'entre les pays de la CEE et les Etats-Unis. Il convient de rappeler, à cet égard, que les banques centrales de la CEE disposent déjà de moyens adéquats pour maintenir un contact permanent avec leurs collègues américains, tant par le biais des procédures de concertation que dans le cadre de leurs réunions mensuelles.

L'extension de l'utilisation des Ecus émis par le FECOM en dehors du cercle des banques centrales membres du SME est difficile à envisager, étant donné la nature précaire de l'Ecu et le fait que sa convertibilité en monnaies tierces n'a pas été définie. Cela n'exclut pas la possibilité, pour les banques centrales des "pays européens ayant des liens économiques et financiers particulièrement

étroits avec les Communautés européennes" de se procurer des Ecus auprès d'une banque centrale du SME. Il y aurait toutefois, lieu d'examiner les implications juridiques de cette modification.

5. Les banques centrales de la CEE n'ont pas d'objections à l'extension de l'utilisation d'Ecus sur les marchés privés et, de fait, des progrès sont déjà enregistrés dans ce domaine dans plusieurs pays. Il conviendra cependant de veiller à éviter tout développement interférant avec une conduite saine des politiques monétaires nationales.

Les Gouverneurs souhaitent attirer tout spécialement l'attention sur les questions suivantes:

- Si les institutions de la Communauté étaient forcées d'emprunter en Ecus au-delà des possibilités offertes par le marché de l'Ecu en cours de développement, il y aurait un risque de voir ces institutions supporter une charge financière.
- Malgré les avantages qu'il y aurait à exonérer les émissions libellées en Ecus des restrictions appliquées aux mouvements de capitaux, cette mesure créerait une compartimentation du marché financier national tant que ces restrictions seraient appliquées; des efforts doivent donc être entrepris pour faciliter l'émission d'emprunts en Ecus dans le cadre d'une abolition progressive des contrôles des mouvements de capitaux.
- En permettant aux résidents d'ouvrir des comptes bancaires libellés en Ecus, on risque de voir tourner les mesures de contrôle des changes là où elles sont toujours en vigueur. Des difficultés apparaîtraient également sur le plan de la régulation monétaire.

Etant donné la nature de ces problèmes et leurs répercussions sur la situation juridique et structurelle des différents pays de la CEE, les Gouverneurs estiment qu'il incombe aux divers pays de prendre les mesures qui s'imposent.

3. The Committee of Governors has examined a number of possible amendments of a non-institutional nature to the EMS. These adjustments related to two sets of mechanisms:

- intervention and financing within the system;
- the creation and use of ECUs.

A consensus could not however be reached on a set of formal adaptations to present arrangements and agreements. Two views have emerged:

- some central banks are of the opinion that no package of measures comprising in particular the raising or indeed the abolition of the present acceptance limit for intra-Community settlements in ECUs and some degree of automaticity in the field of intramarginal interventions in EMS currencies could be acceptable. They feel that any set of amendments which would incorporate these features would risk altering the delicate balance on which the system rests and could also divert attention from the correction of fundamental imbalances in member countries.
- other central banks feel instead that a package of measures which would include the two aforementioned elements, together with an increase in the remuneration of ECUs to market levels and better control over the volume of ECUs created by the European Monetary Co-operation Fund could form the basis of a significant improvement to the system's workings. These adaptations would also go some way in enhancing the status of the ECU.

3. The Committee of Governors having examined a number of possible amendments of a non-institutional nature to the EMS mechanisms, has agreed on a set of adaptations to the workings of the system with a view to facilitating its cohesion and resilience and to fostering the use of the ECU as a reserve asset and a means of settlement. While the changes envisaged do not entail any radical innovation, in aggregate they represent, in their view, a balanced step forward. The package comprises the following elements:

- a reduction in the precarious status of the ECU and in the volatility of the volume created by extending both the length of the swaps concluded with the EMCF and the reference period taken for the calculation of the ECU/gold price;
- enhancement of the attractiveness of the ECU as a reserve asset by raising the present acceptance limit for intra-Community settlements of 50 per cent. to (x) per cent. and by raising to a market-related interest rate the remuneration applied to net ECU positions;
- facilitation of intra-marginal intervention in EMS currencies by introducing a presumption for a central bank whose currency has crossed a specific level of divergence to have free use of a partner's currency for intervention purposes in so far as this does not interfere with the conduct of that partner's domestic monetary policy.

Comité des Suppléants

RAPPORT DU PRESIDENT DU COMITE DES SUPPLEANTS AU
COMITE DES GOUVERNEURS

1. A l'issue de la réunion du 15 février 1982 du Conseil des Communautés européennes (ECOFIN), le Comité des Suppléants a poursuivi ses travaux sur l'évolution future du SME et a examiné en particulier les quatre domaines énumérés dans le procès-verbal de cette session du Conseil, à savoir:

- les mécanismes du système,
- l'ouverture du système vers l'extérieur,
- l'utilisation privée de l'Ecu,
- le renforcement de la convergence.

Le Comité des Suppléants désire souligner tout d'abord que le système a bien fonctionné jusqu'à présent; il convient de reconnaître, par ailleurs, que ce résultat est dû en partie à l'adoption de cours-pivots réalistes lors de la mise en oeuvre du système et à la faiblesse du deutsche mark pendant des périodes prolongées. Plus généralement, ce bon fonctionnement a résulté pour beaucoup du degré de coopération élevé entre les banques centrales dans leur gestion de ce système. Etant donné cependant l'insuffisance de la convergence des politiques économiques et des variables économiques fondamentales dans les pays membres, les conditions ne sont présentement pas réunies pour opérer des modifications institutionnelles majeures au sein du SME.

2. En conséquence, le renforcement de la convergence est une condition préalable à tout développement significatif futur du SME. Ce renforcement devrait s'appliquer à tous les domaines de la politique économique (en particulier, à la politique budgétaire) et être obtenu par l'application de politiques nationales coordonnées visant à corriger

les déséquilibres existant dans et entre les pays de la CEE. Le succès final de ces politiques dépendra davantage de la détermination dont feront preuve les autorités nationales pour assurer la réalisation des objectifs économiques que de la procédure de consultation.

Le SME lui-même peut aider ce processus, étant donné que dans beaucoup de domaines il contribue à contenir des divergences qui seraient autrement plus accentuées. C'est ainsi que les contraintes de taux de change ont sans aucun doute influencé les politiques monétaires et autres des pays participants dans le sens d'une plus grande discipline. Mais cela n'est pas suffisant. Si les divergences s'accroissent dans d'autres domaines, les politiques monétaires des divers pays finissent par céder à la pression. On ne peut pas non plus s'en remettre à des réalignements de cours de change pour atténuer les tensions: s'ils deviennent trop fréquents ou trop importants, ils nuiront à la crédibilité du système et risqueront d'accroître les divergences d'évolution.

Dans ces conditions, les améliorations techniques apportées à tel ou tel élément du système ne peuvent pas être considérées comme une alternative viable à un renforcement de la convergence des politiques économiques. Des progrès dans ce domaine sont d'une importance vitale pour la poursuite de l'existence du SME.

En ce qui concerne les politiques monétaires, on note que le Comité des Gouverneurs continuera à suivre l'évolution de la situation dans les pays membres de la CEE, ainsi que leur compatibilité entre elles et avec les objectifs d'une plus grande stabilité sur les plans interne et externe. A cet effet, des discussions sur l'évolution monétaire continuent de se tenir régulièrement entre les experts des banques centrales, et le Comité des Gouverneurs apprécie les adaptations qui pourraient s'avérer indispensables en matière des politiques pour favoriser la cohésion de l'évolution en matière monétaire et de taux de change au sein de la Communauté. En particulier, devant l'accroissement récent des emprunts à l'étranger des pays membres de la CEE, le Comité des Gouverneurs analyse la situation dans ce domaine et ses implications pour la poursuite de la politique monétaire.

3. Le Comité des Suppléants a examiné un certain nombre d'amendements possibles de nature non institutionnelle à apporter aux mécanismes du SME.

Bien qu'on ait enregistré aucun sujet de mécontentement majeur en ce qui concerne le fonctionnement global du système, la majorité de vos Suppléants a estimé, avec plus ou moins d'enthousiasme, que l'on pourrait concevoir une série d'adaptations, afin de renforcer la cohésion et la résistance du système et de favoriser l'utilisation de l'Ecu comme actif de réserve et moyen de règlement. Si les changements envisagés ne comportent aucune innovation radicale, ils pourraient, à leur avis, constituer globalement un pas en avant équilibré.

Ce programme pourrait comporter les éléments suivants:

- (a) Allongement de 3 à 6 mois de la durée des swaps avec le FECOM. Cette mesure contribuerait à rendre moins précaire le statut de l'Ecu.
- (b) Extension de 6 à 12 mois de la période de référence prise en compte pour le calcul du cours Ecu/or, en vue de réduire la trop grande variabilité du volume d'Ecus créés. Comme c'est le cas actuellement, le prix courant continuerait d'être applicable lorsqu'il est inférieur à la moyenne annuelle.
- (c) Introduction d'une présomption pour une banque centrale dont la monnaie a franchi le seuil de divergence de 75% (50% pour une monnaie disposant de marges plus larges) que ses partenaires acceptent de mettre leurs monnaies à disposition si cela n'affecte pas la conduite de leur politique monétaire interne. En cas de vente, la banque centrale qui prend l'initiative pourrait utiliser ses propres fonds de roulement et/ou obtenir la monnaie dont elle aurait besoin soit contre règlement immédiat en Ecus ou autres actifs de réserve, soit en recourant à la facilité à très court terme; ce choix devrait alors faire l'objet d'un accord mutuel.

L'objet de l'adaptation proposée ne serait pas d'accroître le montant des interventions intramarginales, mais plutôt d'éviter un recours à des monnaies tierces lorsqu'un tel recours serait considéré comme inopportun. L'utilisation de l'Ecu comme moyen de règlement serait ainsi favorisée.

- (d) Les banques centrales créancières acceptent, à l'échéance d'une opération au titre de la facilité à très court terme, des règlements au moyen d'Ecus d'un montant équivalant à (x) pour cent de la créance qui est réglée. [Des clauses habilitantes devraient cependant permettre la réintroduction de la limite de 50% dans des circonstances "spéciales".] Cet amendement aux règles actuelles renforcerait également le statut de l'Ecu.
- (e) Dans le cadre de ce programme global d'adaptations, l'attrait fondamental de l'Ecu serait accru par le relèvement de sa rémunération. Pour ce faire, on utiliserait, comme rendements de référence, les taux interbancaires nationaux à 3 mois, au lieu des taux d'escompte officiels, au titre des positions nettes en Ecus.

Tandis que cette série d'adaptations a été considérée comme réalisable et acceptable par divers participants, je dois vous informer que certains des Suppléants ont cependant estimé que ces modifications n'étaient pas assez hardies ni suffisamment équilibrées pour justifier leur introduction.

D'autres Suppléants ont plutôt été d'avis que les amendements mentionnés ci-dessus n'amélioreraient pas nécessairement le fonctionnement du mécanisme puisqu'ils risqueraient de modifier le délicat équilibre sur lequel repose le système, et qu'ils détourneraient l'attention de la correction des déséquilibres fondamentaux dans les pays membres. C'est ainsi que des doutes ont été émis sur la possibilité réelle de réaliser de cette manière l'objectif visant à accroître la flexibilité des interventions intramarginales en monnaies de la CEE et à renforcer le statut de l'Ecu aussi ces Suppléants estiment-ils que, dans les circonstances présentes, aucun programme de modifications formelles du système ne devrait être introduit.

4. En ce qui concerne les relations du SME avec l'extérieur, le Comité des Suppléants s'est attaché tout particulièrement à examiner l'opportunité de parvenir à un degré plus élevé de stabilité des taux de change, en ce qui concerne notamment les relations entre le SME et le dollar EU. On ne saurait cependant l'obtenir, de l'avis de vos Suppléants, simplement au moyen d'interventions sur le marché des changes. La

solution des problèmes actuels passe plutôt par une meilleure coordination des politiques économiques au sein de la Communauté ainsi qu'entre les pays de la CEE et les Etats-Unis. Il convient de rappeler, à cet égard, que les banques centrales de la CEE disposent déjà des moyens requis pour maintenir un contact permanent avec leurs collègues américains, tant par le biais de la concertation que dans le cadre de leurs réunions mensuelles.

L'extension de l'utilisation des Ecus émis par le FECOM en dehors du cercle des banques centrales membres du SME est difficile à envisager, étant donné la nature précaire de l'Ecu, le fait qu'il n'est pas acceptable à 100% dans les règlements intracommunautaires et que sa convertibilité en monnaie tierce n'a pas été définie. Cela n'exclut pas la possibilité, pour les banques centrales des "pays européens ayant des liens économiques et financiers particulièrement étroits avec les Communautés européennes", d'obtenir des Ecus en les acquérant auprès d'une banque centrale du SME [avec une position créditrice nette en Ecus]. Il y aurait toutefois lieu d'examiner les implications juridiques de cette modification.

5. Le Comité des Suppléants est d'avis que les banques centrales n'ont pas d'objection à l'extension de l'utilisation des Ecus sur les marchés privés. Des progrès dans ce domaine sont déjà enregistrés dans plusieurs pays. Il conviendra cependant de veiller à éviter toute interférence avec les politiques monétaires nationales.

Les Suppléants souhaitent attirer tout spécialement l'attention sur les questions suivantes:

- si des institutions de la Communauté sont forcées d'emprunter en Ecus au-delà des possibilités offertes par le marché de l'Ecu en cours de développement, elles devront en supporter le coût financier;
- il y a des avantages évidents à exonérer les émissions libellées en Ecus des restrictions appliquées aux mouvements de capitaux, mais cela se traduirait par une compartimentation du marché financier national tant que ces restrictions seraient appliquées; des efforts doivent donc être entrepris pour faciliter l'émission d'emprunts en Ecus dans le cadre d'une abolition progressive des contrôles des mouvements de capitaux;

- en permettant aux résidents d'ouvrir des comptes bancaires libellés en Ecus, on risque de voir tourner les mesures de contrôle des changes là où celles-ci sont toujours en vigueur. Des difficultés apparaîtraient également sur le plan de la régulation monétaire.

La nature de ces problèmes et leurs répercussions sur la situation juridique et structurelle des différents pays font ressortir, de l'avis des Suppléants, la nécessité pour les divers pays de prendre des mesures appropriées.

Committee of Alternates

REPORT OF THE CHAIRMAN OF THE
COMMITTEE OF ALTERNATES TO THE COMMITTEE OF GOVERNORS

1. Following the meeting on 15th February 1982 of the Council of the European Communities (ECOFIN) the Committee of Alternates has continued its studies on future developments of the EMS and has in particular examined the four areas which have been enumerated in the minutes of that Council session, i.e.

- the mechanisms of the system,
- opening the system to the outside world,
- private use of the ECU,
- strengthening convergence.

The Committee of Alternates wishes to state at the outset that the system has so far worked well; it must be recognised, on the other hand, that this was partly due to the realistic central rates selected at the start of the system and to the weakness of the Deutsche Mark over prolonged periods. More generally, the good functioning owed much to the high degree of co-operation between central banks in managing the system. The insufficient convergence of economic policies and of fundamental economic variables in participating countries means, however, that, at present, conditions are not appropriate for major institutional changes in the EMS.

2. Accordingly, the strengthening of convergence is a prerequisite for any significant future development of the EMS. Such strengthening of convergence should apply to all economic policy areas (in particular budgetary policy) and be achieved by implementing co-ordinated domestic

policies designed to rectify existing imbalances within and between EEC countries. The ultimate success of these policies will depend more on the determination of national authorities to ensure the attainment of economic objectives than on consultation procedure.

The EMS itself can assist this process because it helps to keep divergences in many areas narrower than would otherwise be the case. The exchange rate constraints, for example, have doubtless influenced participant countries' monetary and other policies in the direction of greater discipline. But that is not enough. If divergences in other areas are building up, then monetary policies in individual countries cannot ultimately withstand the pressure. Nor can exchange rate realignments be counted upon to relieve the strains: if they are too frequent or too large they would detract from the system's credibility and risk further accentuating diverging developments.

In these circumstances, technical improvements to individual elements of the system cannot be regarded as a viable alternative to better convergence of economic policies. Progress in this area is of crucial importance for the continued existence of the EMS.

Concerning monetary policies, it was noted that the Committee of Governors will continue to monitor developments in the member states of the EEC, as well as their compatibility with one another and with the objectives of achieving greater domestic and external stability. To this end, discussions of monetary developments are regularly held by central-bank experts, and the Committee of Governors evaluates the policy adaptations that may be required to foster the cohesion of monetary and exchange rate developments within the Community. In particular, given the recent growth in borrowing abroad by EEC members, the Committee of Governors is analysing developments in this field and their implications for the pursuit of monetary policy.

3. The Committee of Alternates has examined a number of possible amendments of a non-institutional nature to the EMS mechanisms.

Although no major dissatisfaction with the overall workings of the system was recorded, the majority of your Alternates, with varying degrees of enthusiasm, were of the view that a set of adaptations could be devised, in order to facilitate the cohesion and resilience of the system and to

foster the use of the ECU as a reserve asset and a means of settlement. While the changes envisaged do not entail any radical innovation, in aggregate they could represent, in their opinion, a balanced step forward.

The package could comprise the following elements:

- (a) a lengthening of the duration of the swaps with the EMCF from 3 to 6 months. This would go some way towards making the status of the ECU less precarious.
- (b) an extension of the reference period used for the calculation of the ECU/gold price from 6 to 12 months, with a view to reducing the volatility of the volume of ECUs created. As is the case now, the current price would continue to be applicable if lower than the yearly average.
- (c) the introduction of a presumption for a central bank whose currency has crossed the 75 per cent. divergence threshold (50 per cent. for a currency with wider margins) that its partners will agree to make their currencies available - when this does not affect the conduct of their domestic monetary policy. In the case of sales, the central bank taking the initiative could use its own balances and/or obtain the currency it required either against immediate settlement in ECUs or other reserve assets or by recourse to the very short-term facility; this choice would be a matter for mutual agreement at the time.

The aim of this proposed adaptation would not be to increase further the amount of intra-marginal interventions but rather to avoid recourse to third currencies when this was considered inappropriate. The use of the ECU as a means of settlement would thus be fostered.

- (d) Creditor central banks, when a very short-term facility operation falls due, will accept settlements by means of ECUs of an amount equivalent to [x] per cent. of the claim which is being settled. [Enabling provisions would, however, allow the reintroduction of the 50 per cent. limit in "special" circumstances.] This amendment to present rules would also enhance the status of the ECU.

(e) As part of this overall package of adaptations, the basic attractiveness of the ECU would be improved by raising its remuneration. This would be achieved by using 3-month domestic inter-bank rates as reference yields, instead of official discount rates, in respect of net ECU positions.

While such a set of adaptations was regarded as feasible and acceptable by a number of those present, I must report to you that some of the Alternates felt that these amendments were not bold enough and adequately balanced to justify their introduction.

Other Alternates were instead of the view that the above-mentioned amendments would not necessarily improve the working of the mechanism since they would risk altering the delicate balance on which the system rests, and divert attention from the correction of fundamental imbalances in member countries. For example, doubts were expressed whether the objective of increasing the flexibility of intra-marginal intervention in EEC currencies and enhancing the status of the ECU would in practice be attained in this way. These Alternates were therefore of the opinion that under present circumstances no package of formal adaptations to the system should be introduced.

4. With regard to the relations of the EMS with the outside world, the Committee of Alternates focussed their attention on the desirability of obtaining a higher degree of exchange rate stability, in particular between the EMS and the US dollar. However, in your Alternates' view, this cannot be obtained merely through exchange market intervention. Rather, the solution of present problems requires increased co-ordination of economic policies within the Community and also between EEC countries and the United States. It should be recalled in this respect that EEC central banks already have adequate opportunity for constant communication with their American colleagues both through the Concertation procedure and through their monthly meetings.

The extension of the use of ECUs issued by the EMCF outside the circle of EMS member central banks is difficult to envisage, given the precarious nature of the ECU, the fact that it is not 100 per cent. acceptable in intra-Community settlements and that its convertibility into third currencies has not been defined. This does not exclude the

possibility for central banks of "European countries with particularly close economic and financial ties with the European Communities" to obtain ECUs by acquiring them from an EMS central bank [with a net creditor position in ECUs]. The legal implications of this change would, however, have to be examined.

5. The Committee of Alternates was of the view that central banks did not have objections to the development of the use of ECUs in private markets. Progress in this field is taking place in several countries. Care must, however, be taken to avoid interfering with domestic monetary policies.

The Alternates specifically wish to draw attention to the following issues:

- there is a danger that, if Community institutions are forced to borrow in ECUs beyond the possibilities offered by the developing ECU market, these institutions might suffer a financial burden;
- there are obvious advantages in exempting ECU-denominated loans from restrictions on capital movements, but this would create segmentation within the national capital market as long as these restrictions persist; efforts must therefore be made to facilitate the issue of ECU loans in the context of a progressive removal of capital controls;
- by permitting the opening of ECU-denominated bank accounts by residents there is the danger of circumventing exchange control measures where they are still in force. Difficulties for monetary control would also arise.

The nature of these problems and their implications for legal and structural conditions in individual EEC countries, in the Alternates' view, points to the need for appropriate measures by individual countries.