

PROCES-VERBAL *
DE LA SOIXANTE-QUATRIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE SAMEDI 11 NOVEMBRE 1972 A 10 h (toute la journée)
ET LE LUNDI 13 NOVEMBRE 1972 DE 10 h 45 A 12 h 20

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de France et Président du Comité, M. Wormser, accompagné par M. Clappier; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Klasen, accompagné par M. Emminger et M. Jennemann; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Vandeputte, accompagné par M. Janson; le Directeur Général de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par M. Maserà; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par le Baron Mackay; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Barre, accompagné par M. Mosca; le Gouverneur de la Banque d'Angleterre, Sir Leslie O'Brien, accompagné par M. McMahon et M. Balfour; le Gouverneur de la Banque Nationale du Danemark, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Andersen; le Gouverneur de la Banque Centrale d'Irlande, M. Whitaker; le Président des Suppléants du Groupe des Dix, M. Ossola; M. Théron, Président de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. d'Arma, et son adjoint, M. Bascoul, sont aussi présents, ainsi que M. Rainoni.

I. Approbation des procès-verbaux de la soixante-deuxième et soixante-troisième séance

M. d'Arma donne lecture des modifications que certains membres du Comité proposent pour les projets de ces deux documents. Le Comité accepte ces modifications et approuve à l'unanimité les procès-verbaux de la 62e et 63e séance. Le texte définitif de ceux-ci sera envoyé à tous les membres par le secrétariat avec l'indication, dans une page récapitulative, des changements par rapport aux projets.

II. Examen du sixième rapport du groupe d'experts présidé par M. Théron sur les conditions de fonctionnement du système de rétrécissement des marges de fluctuation intracommunautaires

* Texte définitif approuvé lors de la séance du 8 janvier 1973.

A l'invitation du Président, M. Théron présente le rapport du groupe d'experts qu'il préside, par l'exposé brièvement résumé ci-après:

A. Exposé de M. Théron

La mise au point du sixième rapport du groupe a été plus difficile que celle des précédents rapports, en raison de l'affirmation, au fur et à mesure des travaux, de divergences dans les positions des experts. Si, de ce fait, les points unanimes sont très peu nombreux, la grande idée directrice a été d'éviter de proposer des modifications de substance de l'accord sur le rétrécissement des marges intracommunautaires (communément appelé "Accord de Bâle"), mais de suggérer une plus grande souplesse dans le fonctionnement de celui-ci.

Le rapport des experts comporte des conclusions dont la longueur et les nuances résultent de l'ampleur des travaux et des divergences d'opinion, ainsi que les cinq chapitres suivants:

1) L'ampleur de la marge intracommunautaire

Les experts, dans leur grande majorité et parfois même à l'unanimité, n'ont pas retenu les possibilités, d'une part, de modifier la taille respective du "serpent" et du "tunnel" par un élargissement général ou sélectif du premier ou par une réduction du second; d'autre part, d'établir des taux pivots décentrés pour l'application de la marge intracommunautaire de 2,25%.

2) La concertation entre les banques centrales

La concertation a connu jusqu'à présent un fonctionnement assez satisfaisant, mais, du fait notamment que son aspect autorisation est appelé à s'accroître, elle devrait devenir plus complète et plus précise.

3) Les techniques d'intervention sur les marchés des changes

Les experts ont reconnu unanimement l'utilité de donner davantage de souplesse au mécanisme d'intervention, afin d'éviter que les banques centrales soient trop passives à l'égard des marchés et qu'elles n'interviennent qu'aux cours limites. Quelques principes généraux ont été indiqués portant en particulier sur les interventions à l'intérieur des limites, qui pourraient être faites, en cas d'urgence, en dollars et sans concertation préalable, et en dollars ou en monnaies communautaires après concertation.

4) Le financement des interventions réalisées en monnaies communautaires

En attendant son intégration dans le Fonds européen de coopération monétaire, le soutien monétaire à court terme pourrait être utilisé comme relais du financement prévu dans l'Accord de Bâle sous la forme:

- d'une prolongation de ce financement, ou
- d'une reconstitution, après règlement réalisé dans le cadre de l'Accord de Bâle, des réserves du débiteur, soit en l'état, soit de préférence en monnaies des créanciers, ou en dollars.

5) Le règlement des soldes résultant des interventions

C'est sur le rôle de l'or dans les règlements que les experts ont été les plus divisés; ils ont examiné les trois solutions suivantes:

- a) maintenir l'or dans les règlements en reportant à plus tard le prix appliqué;
- b) prolonger le financement initial jusqu'à ce que le statut de l'or soit précisé;
- c) exclure l'or - et même les avoirs rattachés à l'or - tant que son statut n'est pas défini (l'or exclu des règlements ne l'étant pas nécessairement des statistiques).

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Théron et les experts pour le rapport très clair et très complet; il présente les quelques observations suivantes, afin de situer la discussion.

La question à examiner par le Comité est très difficile et dépasse largement le domaine technique. L'Accord de Bâle devait être soumis à révision à la lumière de l'expérience, il ne faut pas le détruire mais au contraire le perfectionner. On ne comprendrait pas, surtout après le "Sommet" européen de Paris, que les Gouverneurs aboutissent à l'abandon d'un accord qui représente un progrès dans la voie des objectifs de l'intégration communautaire. Les Gouverneurs devraient donc s'efforcer d'arriver à des solutions.

La discussion du Comité s'engage en suivant l'ordre des cinq chapitres du rapport, qui vont, dans l'ensemble, du plus facile au plus difficile.

1) L'ampleur de la marge intracommunautaire

Le Président s'exprime en tant que Gouverneur de la Banque de France; il estime qu'il n'y a pas lieu de modifier l'ampleur ni du "tunnel" ni du "serpent" et il ne voit aucune raison convaincante pour changer la position de certaines monnaies dans le "tunnel" avec la formule de taux pivots décentrés.

MM. Zijlstra, Vandeputte et Klasen se rallient au point de vue de M. Wormser.

Sir Leslie O'Brien rappelle qu'au début de 1972 il avait exprimé son souci à l'égard de l'étroussure du "serpent", du fait notamment qu'elle rend plus compliqué le maintien des cours de change et qu'elle peut aboutir à des endettements excessifs. La démonstration de ces difficultés a été faite en juin dernier et l'existence du "serpent" a été un des facteurs qui a contribué au flottement de la livre sterling. Sir Leslie O'Brien reste partisan d'une marge intracommunautaire plus large; il considère que la décision de rétablir une parité fixe pour la livre - le plus vite possible selon le souhait du gouvernement - sera rendue plus difficile par la taille actuelle du "serpent", et devra tenir compte de celle-ci dans la fixation du nouveau taux.

M. Baffi considère la révision de l'Accord de Bâle nécessaire, car certaines conditions ont changé depuis son entrée en vigueur, notamment: la différence entre les deux prix de l'or a augmenté, la livre flotte et les progrès de l'intégration économique sont faibles. Il se rallie aux conclusions de M. Wormser, sans être toutefois opposé à la troisième possibilité examinée dans le rapport. Un Etat membre pourrait y recourir et il lui reviendrait de juger l'effet éventuel du déplacement de sa monnaie sur la spéculation.

M. Hoffmeyer se déclare d'accord avec la thèse fondamentale exposée par la Banque d'Angleterre, mais il convient qu'après le "Sommet" de Paris, il est nécessaire et inévitable de conserver la marge intracommunautaire actuelle.

M. Whitaker rappelle l'absence de marge entre la livre irlandaise et la livre sterling et se rallie au point de vue de Sir Leslie O'Brien.

M. Barre indique que devant le Parlement européen, il a déclaré récemment que:

- le système des marges réduites devait être maintenu;
- le mécanisme d'intervention en monnaies communautaires devait être sauvegardé;
- le mode de règlement pourrait faire l'objet d'adaptations.

Il ajoute que la Commission souhaite le maintien de la marge à 2,25% et que si certains pays ont eu des difficultés pour la respecter, ces difficultés relevaient pour l'essentiel de facteurs autres que l'existence du "serpent" ou même du "tunnel".

Le Président conclut le débat sur ce premier point en remerciant les Gouverneurs qui se sont ralliés sans réserve à sa position et ceux qui ont bien voulu dominer leurs appréhensions pour suivre la majorité. Il

constate donc l'accord du Comité sur le maintien de l'ampleur actuelle des marges entre les monnaies communautaires et vis-à-vis du dollar, et il considère que la formule du décentrage des taux pivots (point I, 3, du sixième rapport des experts) peut être réexaminée ultérieurement si une banque centrale veut y recourir.

2) La concertation entre les banques centrales

M. Clappier se demande si la concertation telle qu'elle fonctionne actuellement se développe dans de bonnes conditions. En effet, l'atmosphère de coopération et de confiance semble avoir régressée par rapport au début et la concertation journalière se limite le plus souvent à un simple échange d'informations. Il conviendrait donc d'élever un peu le niveau actuel de la concertation - comme cela a été fait à plusieurs reprises par la Deutsche Bundesbank - afin qu'elle se déroule entre des personnes qui exercent des responsabilités effectives et qui peuvent de ce fait répondre sur le champ à des demandes de renseignements ou d'avis.

M. Baffi marque son accord sur l'idée d'améliorer l'ampleur et la qualité de la concertation et il informe le Comité que la Banca d'Italia a effectué, en octobre, des opérations de 250 millions de dollars, hors marché, afin de ne pas faire baisser le cours du dollar.

Sir Leslie O'Brien reconnaît l'utilité de la concertation pour la connaissance de la situation des partenaires. Mais il pense que la concertation peut se poursuivre essentiellement entre les experts et ne devrait se faire à un niveau plus élevé qu'en cas de besoin.

M. Klasen se rallie au point de vue de M. Clappier et souligne l'intérêt d'avoir entre les Gouverneurs ou leurs collègues directs des conversations plus fréquentes (grâce à de tels contacts, l'Allemagne et la France ont pu relever, le même jour, leur taux d'escompte officiel). Il suggère donc que les Gouverneurs ou leurs collègues directs s'insèrent plus souvent dans la concertation et adoptent par exemple un jour fixe.

M. Vandeputte partage aussi l'opinion de M. Clappier. Il est en faveur d'une concertation complète et précise et des propositions faites à ce sujet par les experts. Il admet également l'idée d'élever le niveau de la concertation quand c'est nécessaire.

M. Zijlstra n'a aucune difficulté pour suivre les idées exprimées par la plupart des Gouverneurs et par les experts, mais il fait remarquer que l'aspect le plus important de la concertation apparaît dans le chapitre III "Les techniques d'intervention", lorsqu'il faut prendre des décisions.

Le Président constate le désir général du Comité pour une concertation aussi réaliste, complète et précise que possible. Plusieurs Gouverneurs soulignent en outre que la concertation devrait se faire à un niveau plus élevé qu'actuellement, d'une manière aussi fréquente que nécessaire ou, selon certains, à un jour fixe.

3) Les techniques d'intervention sur les marchés des changes

Sir Leslie O'Brien se félicite de l'accent mis par les experts sur la nécessité d'une plus grande souplesse dans le mécanisme d'intervention. Il accepte que les interventions à l'intérieur des limites doivent faire l'objet d'un accord préalable et appuie l'idée dans le rapport que celui-ci couvre une certaine période et non seulement des opérations particulières. En outre, il aimerait que, dans la mesure du possible, le bénéfice du doute soit accordé à la banque centrale qui demande d'intervenir, étant entendu qu'elle informerait les partenaires des opérations effectuées.

M. Baffi, comme Sir Leslie O'Brien, est partisan de laisser aux banques centrales une certaine latitude pour leurs interventions. Les interventions à l'intérieur des limites:

- pourraient se faire en monnaies communautaires si l'or et les avoirs rattachés à l'or sont exclus des règlements;
- devraient être admises, en dollars, sous les conditions décrites dans le rapport des experts, et en tenant compte à la fois de la place du "serpent" dans le "tunnel" et de la position de la monnaie concernée dans le "serpent".

M. Zijlstra est prêt à accepter toute formule d'assouplissement à condition de conserver le fondement du système, c'est-à-dire les interventions en monnaies communautaires (un des objectifs est de créer une certaine cohésion entre les monnaies de la CEE et de les placer sur un pied égal avec le dollar). En effet, si avec l'assouplissement, toutes les banques centrales s'efforcent d'intervenir en dollars pour prévenir coûte que coûte l'intervention de base en monnaies communautaires, on aboutit en fait à un abandon du système de l'Accord de Bâle, et non à son amélioration qui devrait être le but comme l'a déjà indiqué le Président.

M. Vandeputte se déclare d'accord avec les observations de M. Zijlstra et du Président faites au début du débat. On méconnaîtrait fondamentalement l'Accord de Bâle et on pourrait même aller à l'encontre de la Résolution du Conseil du 21 mars 1972 si on acceptait trop largement les interventions en dollars à l'intérieur des limites. Des conditions précises devraient régir de telles interventions.

M. Clappier partage les vues exprimées par MM. Zijlstra et M. Vandeputte. Il fait remarquer que depuis juillet 1972, en dehors des pays du Benelux, il n'y a eu que des interventions en dollars. Des assouplissements sont acceptables mais pas au point de dénaturer le système de rétrécissement des marges, sinon il faut avoir la franchise de le dire et le problème dépasse alors la responsabilité des Gouverneurs.

M. Klasen:

- se rallie aux trois orateurs précédents, tout en considérant que l'absence d'interventions en monnaies communautaires depuis juillet 1972 n'est pas un signe d'abandon du système et de pessimisme pour l'avenir; le système a même mieux fonctionné que prévu, notamment en ce qui concerne la Banca d'Italia dont les craintes ne se sont pas confirmées;
- souligne l'utilité de contacts et d'échanges d'informations plus fréquents entre les responsables des banques centrales; celles-ci doivent s'adapter à l'objectif de leur unification en 1980, notamment en se débarrassant des traditions et de l'esprit de secret;
- est partisan d'un assouplissement qui respecte les principes essentiels de l'Accord de Bâle, mais ne comporte pas trop de règles précises (à titre d'exemple, on pourrait admettre que la Banque Nationale du Danemark continue à faire quelques interventions en dollars et qu'en même temps elle s'adapte aux pratiques et aux règles de ses partenaires).

M. Barre rappelle, comme l'a évoqué M. Vandeputte, que le Conseil, en mars 1972, a attribué une grande importance aux interventions en monnaies communautaires et a reconnu qu'elles représentaient le noeud du système de rétrécissement des marges. Il attire l'attention sur l'évolution en faveur d'un système d'intervention en plusieurs monnaies (ce serait une forme de "burden sharing") qui s'est produite récemment dans les idées, notamment aux Etats-Unis. Il estime également que le mécanisme de rétrécissement n'a pas trop mal fonctionné car les crises qu'il a connues avaient de toutes autres raisons que l'existence et la taille du "serpent" et du "tunnel". Aussi, les exceptions ou les assouplissements nécessaires ne doivent-ils pas devenir la règle, sinon il serait inutile de maintenir l'Accord de Bâle.

M. Hoffmeyer indique que si le rétrécissement des marges est important, sur le plan des principes, pour la CEE, le mécanisme d'intervention n'a qu'une importance subsidiaire. La Résolution du Conseil du 21 mars 1972 vise un développement progressif des interventions en monnaies communautaires, mais pas, dès le début, une quasi-exclusivité de ces interventions.

Il est clair que l'acceptation par le Comité d'une plus grande flexibilité dans le mécanisme d'intervention s'accompagne d'une acceptation par la Banque Nationale du Danemark de modifier ses pratiques et institutions pour se rapprocher de ses partenaires. Toutefois, l'expérience a montré la nécessité d'équilibrer les fluctuations de cours quotidiennes; cela est fait depuis des années par des interventions en dollars (monnaie pour laquelle les avoirs détenus sont importants), cela pourra être fait de plus en plus à l'avenir en monnaies communautaires.

Le Président tâche de tirer des conclusions du débat sur la question des techniques d'intervention.

Si, sous couvert de formules vagues, on accepte que les interventions en monnaies communautaires deviennent l'exception rarissime, on aboutit en fait à l'abandon de la caractéristique essentielle du système de rétrécissement tel qu'il a été arrêté par le Conseil. En conséquence, il pense qu'il conviendrait:

- que l'application de l'assouplissement du système d'intervention soit fonction de la qualité de la concertation (cf. page 7, point 5 du rapport des experts);
- que les pays fondateurs, sous réserve de la dérogation accordée à la Banca d'Italia, ne s'écartent pas, par une modification quelconque, des caractéristiques du système, c'est-à-dire les interventions en monnaies communautaires représentent la règle et les interventions en dollars l'exception à décider en concertation;
- que les pays adhérents, qui ont des problèmes propres, procèdent, dans une période de temps raisonnable, à l'évolution et aux adaptations nécessaires pour rejoindre les pratiques et les méthodes de l'ensemble des autres partenaires; il devrait en être ainsi dès à présent pour la Banque Nationale du Danemark et ultérieurement, lorsqu'une parité fixe sera établie pour la livre sterling, pour la Banque d'Angleterre;
- que l'Accord de Bâle soit maintenu dans ses principes:
 - . respect de la marge intracommunautaire assuré normalement par des interventions en monnaies communautaires.
 - . concertation réglant les difficultés particulières et pouvant donner un accord de principe pour des opérations déterminées, accord qui pourrait couvrir éventuellement une certaine période mais serait révisable en fonction de l'évolution des marchés.

M. Klasen apporte un complément au résumé du Président auquel il se rallie. Il rappelle sa suggestion d'une concertation à un niveau plus

élevé en évoquant une déclaration de M. Wormser sur les progrès que l'on fait en apprenant ensemble à penser dans le même sens et en proposant que, pour commencer, les Gouverneurs se fassent accompagner, à l'occasion des réunions mensuelles du Comité à Bâle, par leurs collaborateurs qui s'occupent des questions étrangères et cambiales, et qui assurent la concertation journalière. Ces collaborateurs pourraient suivre les discussions des Gouverneurs et surtout procéder à une revue brève des concertations faites durant le mois.

M. Baffi indique qu'en raison de l'ignorance de la solution qui sera retenue pour le problème des règlements, il maintient sa position réservée à l'égard des interventions en monnaies communautaires. Il reconnaît que le maintien de taux de change ordonnés est dans l'intérêt de la Communauté, mais il considère qu'il n'en est pas de même si on adopte des modes de règlement ayant des effets nocifs sur les réserves officielles qui peuvent augmenter les perturbations et la spéculation sur les marchés.

Le Président prend acte des réserves exprimées par M. Baffi; il fait remarquer que le cas italien est actuellement réglé par la dérogation valable jusqu'au 31 décembre 1972 et que la discussion du Comité concerne en fait une situation normale sans dérogation.

M. Vandeputte appuie la proposition de M. Klasen d'examiner en toute franchise, mensuellement ou périodiquement, les cas un peu délicats qui se sont présentés dans la concertation.

A la suite de suggestions faites par le Président, M. Clappier et M. Théron, le Comité convient des modalités pratiques suivantes:

A l'occasion de chaque séance du Comité des Gouverneurs à Bâle, les experts en or et change des banques centrales de la CEE - qui ont déjà des échanges de vues généraux dans le cadre plus large de réunions normalement bimestrielles à la BRI - se réuniraient le samedi ou le dimanche pour examiner les opérations propres au système de rétrécissement des marges, et en particulier les problèmes rencontrés. Un bilan du mois passé serait ainsi établi et le Président de cette réunion ferait rapport le lundi au Comité des Gouverneurs, des points les plus importants et solliciterait des directives s'il était besoin.

En réponse à une question de M. Vandeputte, M. Théron précise que les interventions à l'intérieur du "serpent", en monnaies communautaires, sont possibles,

conformes à l'esprit de l'Accord de Bâle, et utiles. En effet, il est souvent de bonne pratique cambiste de réagir à un mouvement qui se dessine et de ne pas attendre que les limites inéluctables et déclarées soient atteintes. Ces interventions faites par exemple à un écart de 2 ou 2,10% supposent bien entendu l'accord de la banque centrale de la ou des monnaies en opposition.

4) Le financement des interventions réalisées en monnaies communautaires

Le Comité marque son accord sur la brève déclaration suivante faite par le Président.

La question du financement sera reprise ultérieurement avec l'institution du Fonds européen de coopération monétaire. En attendant, les experts proposent deux formules de relais du financement de l'Accord de Bâle par le soutien monétaire à court terme, qui ne s'excluent pas. Il suffit donc que le Comité prenne acte du rapport des experts sur ce sujet et prévoit que, selon les circonstances ou les préférences des banques centrales intéressées, on pourra retenir l'une ou l'autre des deux formules suggérées.

5) Le règlement des soldes résultant des interventions

Le Président ouvre la discussion par un bref exposé comportant:

- un résumé des solutions proposées par les experts,
- un rappel des deux principales objections au règlement en or - qui existaient déjà lors de la conclusions de l'Accord de Bâle -, à savoir:
 - . le prix officiel artificiellement bas,
 - . le fait que même avec une alternance dans les situations de débiteur et de créancier, les avoirs en or cédés peuvent ne pas être récupérés, étant donné les différences dans la composition des réserves en or des banques centrales de la CEE,
- un rappel de la position de la Banque de France qui pense qu'on devrait passer outre aux critiques faites à sa suggestion en regard des avantages importants de maintenir l'or dans les règlements.

Avant d'engager le débat, M. Vandeputte fait part au Comité des conditions dans lesquelles les règlements ont été effectués entre la Nederlandsche Bank et la Banque Nationale de Belgique. Celle-ci a réglé sa dette en or en décembre 1971 à une époque où les dispositions de l'Accord de Bâle ne s'appliquaient pas à l'arrangement Benelux. En octobre 1972, la Nederlandsche Bank a réglé sa dette partiellement en or, alors que, conformément aux dispositions de l'Accord de Bâle, elle aurait pu s'en dispenser en payant en avoirs rattachés à l'or.

Le Comité engage une longue discussion sur la question du maintien de l'or dans les règlements qui, pour des raisons d'exposé, est résumée ci-après en deux parties:

A. Points de vue des membres du Comité

M. Klasen distingue trois déclarations de principe sur lesquelles il pense qu'il ne serait pas difficile de s'entendre.

- 1) Pas de prix "nouveau" pour l'or à l'intérieur de la Communauté (c'est d'ailleurs la position unanime des experts).
- 2) Pas d'exclusion de l'or du fonctionnement de l'Accord de Bâle (cela ne pourrait qu'attiser la spéculation).
- 3) Forme spéciale du paiement en or, excluant dans la situation actuelle un versement effectif au prix officiel sans aucune condition.

Si le Comité s'accorde sur ces trois principes, il restera à définir les modalités techniques d'application.

Sir Leslie O'Brien est partisan de l'exclusion temporaire des règlements de l'or et des avoirs rattachés à l'or, l'ensemble de ces actifs étant actuellement sous-évalué. Il espère qu'avec la réforme du système monétaire international, d'ici deux ans environ, ces actifs retrouveront une valeur correcte et l'or redeviendra un avoir mobilisable. Il ajoute que les deux seuls pays, Italie et Royaume-Uni, qui ont eu à faire face à des règlements ont essayé d'éviter les paiements en or et que le Royaume-Uni a considéré, l'été dernier, qu'il était aussi peu satisfaisant de régler en DTS et positions de réserve sur le FMI qu'en or.

M. Hoffmeyer partage le même avis que Sir Leslie O'Brien et estime qu'il n'en résulte pas un règlement uniquement en dollars puisque les monnaies communautaires peuvent aussi être utilisées.

M. Baffi est en faveur de l'exclusion de l'or des règlements selon la formule du point A, 4, du chapitre V du rapport des experts, mais, à titre de compromis, il serait disposé à se rallier à la solution A, 3 jusqu'à la définition du nouveau statut de l'or. Il ne pense pas que ce même terme s'applique à la formule A, 2, et de ce fait il ne voit pas l'avantage trop grand qu'elle accorderait aux débiteurs.

M. Clappier:

- reconnaît tout d'abord que l'esprit de la vente à réméré proposée par la Banque de France, comporte un délai de l'ordre de deux ans, sous la forme de périodes de six mois renouvelables plusieurs fois.

- ne comprend pas l'opposition de certains à des règlements intracommunautaires en or, étant donné que d'ici 1980 l'ensemble des réserves des banques centrales de la Communauté seront mises en commun (M. Baffi pense que sur la base de cet argument, l'or peut rester tout aussi bien chez les débiteurs, ce qui évite en outre l'instabilité que pourraient créer ses déplacements);
- estime que le "groupe Théron" devrait rechercher la technique spéciale permettant de concilier les deux premières propositions de M. Klasen; l'élaboration de ce compromis pourrait être facilitée par une formule d'insertion dans le Fonds européen de coopération monétaire qui doit fonctionner avant le 1er avril 1973.

M. Zijlstra fait les observations suivantes:

- L'exclusion proposée par certains de l'or et des avoirs rattachés à l'or serait une aberration. En effet, elle signifierait que les pays membres de la CEE ne régleraient entre eux pratiquement qu'en dollars et n'utiliseraient pas, à l'inverse du reste du monde, les DTS et les positions de réserve sur le FMI.
- L'acceptation des trois principes présentés par M. Klasen devrait permettre d'utiliser ces avoirs rattachés à l'or et de trouver une solution pour l'or. Comme l'a suggéré M. Clappier, les études de ces principes par le "groupe Théron" devraient envisager le rôle du Fonds et distinguer deux périodes importantes allant:
 - . jusqu'à l'institution du Fonds, période pendant laquelle il est peu probable que des dettes intracommunautaires apparaissent,
 - . jusqu'à la mise en vigueur de la réforme du système monétaire international.

M. Vandeputte:

- accepte les principes exposés par M. Klasen,
- estime que le mode de règlement actuel ne doit pas être changé: si un débiteur ne paie pas en or, il versera à la place des DTS et des positions de réserve sur le FMI, et si ceux-ci sont insuffisants, il bénéficiera d'un crédit avec un long délai au terme duquel, soit le statut de l'or aura été entre-temps défini, soit, cela n'étant pas le cas, la dette initiale sera réglée en or,
- admet l'idée de trouver une solution dans le Fonds, tout en considérant que celle-ci est hypothétique et risque d'être lointaine.

M. Barre présente les remarques résumées ci-après:

- Le gel de l'or dans les réserves des banques centrales, qui est la situation de fait actuelle, ne peut être transformé en une exclusion des règlements. En effet, si on ne veut pas préjuger la réévaluation en fixant un nouveau prix de l'or, il ne faut pas préjuger sa démonétisation en l'excluant. De même, on ne peut geler les avoirs rattachés à l'or qui sont utilisés librement dans le monde.
- La Commission est en faveur d'une circulation de l'or à l'intérieur de la Communauté; elle est toutefois consciente de la situation de fait créée par la différence entre les prix officiel et libre, et elle se rallierait à la solution A, 3 du rapport des experts, sous réserve:
 - . que ceux-ci précisent la durée du crédit qui serait accordée à hauteur de la fraction due en or,
 - . que le Comité des Gouverneurs procède à un examen périodique de ces crédits renouvelables.

Le Président tire une première série d'observations des discussions tenues jusqu'alors.

Trois opinions semblent se dégager au sein du Comité.

- 1) L'exclusion des règlements de l'or et des avoirs rattachés à l'or.
- 2) Le maintien dans les règlements de l'ensemble de ces actifs et notamment de l'or, mais avec, pour celui-ci, une clause de rachat éventuel pour le débiteur, valable pour une période de six mois renouvelable jusqu'à deux ans environ, étant entendu que si au terme de ce délai le prix de l'or n'a pas été changé, le métal reste acquis au créancier.
- 3) L'octroi pour la fraction du règlement à payer en or, d'un crédit renouvelable aussi longtemps que le statut de l'or n'aurait pas été précisé.

Les conséquences de la solution 1 ci-dessus, dont plusieurs ont déjà été mentionnées par des Gouverneurs, sont sérieuses. En effet, on peut notamment dire:

- qu'elle modifierait l'Accord de Bâle dans un sens contraire à l'intérêt commun et à un retour du dollar à un statut normal;
- qu'elle serait considérée comme une méfiance inopportune à l'égard de cette monnaie et comme une prise de position peu conforme tant aux orientations actuelles de l'opinion des autorités américaines qu'aux objectifs propres à la Communauté.

- 44 -

En raison de ces conséquences, le Président invite les Gouverneurs intéressés à rechercher ensemble une solution de compromis.

B. Recherche et mise au point d'une solution de compromis

Il ressort nettement du débat qui s'ensuit que la majorité des Gouverneurs serait favorable à une solution d'attente qui préserve le principe selon lequel l'or et les avoirs rattachés à l'or ne doivent pas être formellement exclus des règlements. Après que Sir Leslie O'Brien ait accepté que ce principe ne soit pas formellement abandonné, à condition que le "groupe Théron" trouve une solution acceptable en vue de différer les paiements tant en or qu'en avoirs rattachés à l'or, et que M. Hoffmeyer ait admis la possibilité d'une solution du problème de l'or dans le cadre du Fonds, le Président s'efforce de tirer les conclusions pratiques résultant des discussions et des suggestions déjà avancées par certains Gouverneurs lors de la présentation de leur point de vue.

L'accord est unanime pour confier au "groupe Théron" des travaux qui devraient normalement comporter deux stades, le premier correspondant à la période jusqu'à l'institution du Fonds, le second allant de celle-ci à la mise en vigueur de la réforme du système monétaire international. Tout en admettant qu'à ce stade de ses travaux, le Comité ne peut parvenir à un accord définitif sur la solution d'attente, le Président remarque qu'un certain consensus commence à se dégager sur la forme que devraient prendre les deux stades.

1er stade

D'ici la séance du Comité des Gouverneurs du 11 décembre 1972, et en retenant les trois principes exposés par M. Klasen, les experts devraient préciser les modalités de règlement valables jusqu'à la mise en place du Fonds, étant entendu que, pour la fraction due en or, les parties pourront s'entendre sur l'une ou l'autre des deux solutions suggérées par les experts sous A, 2 et A, 3 (pages 10 et 11 de leur rapport), celle-ci paraissant la plus probable et prévalant à défaut d'accord sur A, 2.

A propos de ces deux formules, il est à noter que la première, A, 2, comporte dans l'esprit de ses promoteurs, un délai de deux ans environ, alors que pour la seconde, A, 3, il existe des points de vue différents.

La majorité du Comité n'est pas disposée à exclure les règlements en avoirs rattachés à l'or, mais pour certains Gouverneurs, la solution A, 3 (prolongation du financement initial) devrait s'appliquer à eux aussi. De même, il est clair que les Gouverneurs ne sont pas encore d'accord sur la durée des crédits à consentir par le créancier au débiteur.

- Sir Leslie O'Brien et M. Baffi s'en tiennent aux termes du rapport des experts, c'est-à-dire crédits renouvelables aussi longtemps que le statut de l'or n'aura pas été précisé;
- d'autres Gouverneurs, et notamment M. Vandeputte, acceptent l'idée d'un crédit long, mais d'une durée déterminée, sinon ce n'est pas un crédit.

Il est convenu, en outre, de prévoir une clause de substitution en faveur du débiteur pour lui permettre de bénéficier éventuellement de la solution qui devra être trouvée dans le cadre du Fonds, si elle lui apparaissait plus favorable que celle qui sera retenue pour les prochains mois.

M. Clappier souhaite que cette première solution intérimaire soit aussi précise que possible et qu'elle permette la reprise des interventions en monnaies communautaires au prix, si c'est nécessaire, de formules peu satisfaisantes sur le plan des principes.

2e stade

L'étude de la première formule intérimaire devra tenir compte qu'une solution, plus durable et plus pratique, du rôle de l'or dans les règlements, sera à trouver dans la définition des fonctions du Fonds.

Une telle solution pourrait impliquer une certaine mise en commun des réserves, et de ce fait elle semble aller au-delà du mandat actuel concernant le Fonds.

M. Barre attire l'attention des Gouverneurs à ce sujet; il estime prudent que le Comité, à l'occasion par exemple de son rapport sur sa décision relative à la dérogation accordée à la Banca d'Italia, informe les Ministres que des travaux ultérieurs seront faits sur la liaison entre le problème des règlements en or et le Fonds.

A la suite des remarques de M. Zijlstra sur les possibilités contenues dans le texte du mandat actuel concernant le Fonds, ainsi que de la suggestion de M. Clappier, le Comité convient que les travaux préparatoires relatifs au Fonds et destinés à trouver une solution au problème de l'or peuvent être engagés.

Cette solution devrait être mise au point d'ici le 1er avril 1973 ou d'ici l'institution du Fonds. Le Président du Comité pourrait faire rapport de l'état des travaux à la prochaine Conférence des Ministres des Finances des pays de la CEE, le 15 janvier 1973 à Luxembourg, afin d'obtenir éventuellement des réactions de ces derniers.

IV. Institution du Fonds européen de coopération monétaire

Le Président précise qu'il s'agit essentiellement d'une question de procédure.

Le Comité limite sa discussion à cet aspect, c'est-à-dire essentiellement à la question de savoir par qui et comment seront rédigés les articles du Fonds.

M. Barre indique que cette question a été rendue quelque peu confuse par l'emploi des termes "acte solennel" dans le texte de la déclaration du "Sommet" de Paris. Il est apparu en fait que cet acte devait être pris selon les procédures communautaires et dans le cadre du Traité de la CEE, ce qui signifie une proposition de la Commission au Conseil. Il a été aussi entendu que celle-ci préparerait la proposition en étroite accord avec le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire.

M. Barre ajoute qu'en ce qui concerne la procédure, il est opportun de trouver des solutions spécifiques pour la préparation de cette proposition. Aussi, en vue de tenir compte à la fois du souhait exprimé par plusieurs Gouverneurs et du souci d'éviter des difficultés ou des susceptibilités, la Commission est-elle prête à rédiger un projet avec le Comité des Gouverneurs ou tout organisme que celui-ci désignerait (groupe spécial ou "groupe Théron"). Cet accord sur la procédure devrait rester informel; il se concrétiserait en une proposition de la Commission qui devrait recueillir l'avis formel du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire avant d'être transmise au Conseil.

Sir Leslie O'Brien souligne que la proposition de la Commission concernant le Fonds intéresse de très près le Comité des Gouverneurs puisque celui-ci assurera la gestion de ce nouvel organe. Il conviendrait donc que le Comité constitue un groupe ou comité qui jouerait un rôle prépondérant dans la préparation de la proposition, en étroite coopération avec la Commission.

Le Président rappelle que le Comité des Gouverneurs a établi un avis sur le Fonds, qui devrait être un document de base dans la préparation, d'autant plus qu'il a déjà été suivi très largement par les Ministres à Rome et par le "Sommet" à Paris.

M. Barre reconnaît que cet avis du Comité des Gouverneurs ainsi que celui du Comité monétaire serviront de base aux travaux, mais leur traduction

dans des textes précis ne sera pas sans difficultés. Il déconseille au Comité des Gouverneurs de vouloir faire lui-même une proposition que la Commission ferait sienne le cas échéant et qui serait transmise ensuite au Conseil. Il juge plus opportun que sur la base des deux avis précités, la Commission prépare un avant-projet, en étroite collaboration avec un comité désigné par les Gouverneurs, et qui pourrait être le "groupe Théron". Cet avant-projet serait ensuite soumis au Comité des Gouverneurs et au Comité monétaire.

M. Zijlstra estime qu'en raison de l'importance qu'aura le Fonds pour le Comité des Gouverneurs, celui-ci devrait établir lui-même un avant-projet, préparé par le Comité des Suppléants des Gouverneurs, de préférence aux experts, et en étroite collaboration avec la Commission. Ce document suivrait bien entendu ensuite la procédure normale, c'est-à-dire communication au Comité monétaire avant d'être transmis au Conseil.

Cette procédure suggérée par M. Zijlstra est approuvée par MM. Baffi, Hoffmeyer et Klasen, ce dernier considérant qu'un conflit de compétence n'est pas à craindre et qu'on sera reconnaissant aux Gouverneurs s'ils font une grande part du travail dans un domaine assez difficile.

M. Whitaker marque son accord avec la procédure proposée par M. Barre

M. Vandeputte rappelle que les travaux préparatoires relatifs au Fonds ont été faits par un groupe d'experts présidé par M. Mertens de Wilmars, et commun au Comité des Gouverneurs et au Comité monétaire. Il ne voit pas d'inconvénient à se rallier à la procédure suggérée par M. Zijlstra mais se demande si elle ne pourrait pas soulever les difficultés auxquelles M. Barre a fait allusion.

En sa qualité de Gouverneur de la Banque de France, M. Wormser déclare ce qui suit:

Le Comité des Gouverneurs dispose d'une double garantie:

- d'une part, le texte relatif au Fonds, qui a été arrêté par les Ministres des Finances à Rome et a été repris par le "Sommet" à Paris, est celui qui avait été préparé, à Rome même, par MM. Barre, Emminger et Wormser; il prévoit en particulier, point essentiel, que la gestion du Fonds sera assurée par le Comité des Gouverneurs;
- d'autre part, la Commission dispose pour ses travaux du rapport du groupe d'experts présidé par M. Mertens de Wilmars, et des avis du Comité monétaire et du Comité des Gouverneurs.

La procédure suggérée par M. Zijlstra et appuyée par plusieurs Gouverneurs semble très appropriée pour ce qui est d'une collaboration étroite entre la Commission et le Comité des Gouverneurs dès les premiers travaux. Elle paraît toutefois moins adéquate et moins commode en ce qui concerne l'idée d'un projet préparé par les Gouverneurs eux-mêmes, étant donné qu'il s'agit d'élaborer un acte, peut-être même un traité, qui doit entrer dans la terminologie et le monde spéciaux et habituels des institutions communautaires.

M. Barre rappelle que sa proposition de procédure vise à éviter certaines difficultés et qu'elle prévoit essentiellement:

- la préparation d'un avant-projet en étroite collaboration avec le groupe que désignerait le Comité des Gouverneurs,
- la discussion de ce document aux deux niveaux des Suppléants d'abord et des Gouverneurs ensuite, afin de le transformer en projet,
- la soumission de ce dernier pour avis formel au Comité monétaire et au Comité des Gouverneurs, avant sa transmission au Conseil.

M. Clappier appuie la proposition de M. Barre et la complète comme suit:

Un premier avant-projet de la Commission pourrait être prêt début décembre et ce document, qui n'aurait circulé nulle part, serait discuté à une réunion des Suppléants des Gouverneurs lors du week-end mensuel de décembre à Bâle. Un compte rendu de celle-ci serait fait au Comité des Gouverneurs qui serait alors en mesure d'infléchir à temps les travaux de la Commission dans le sens souhaité par les Gouverneurs.

Le Président prend acte de l'accord général du Comité sur cette dernière procédure suggérée.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Participation de la Banque de Norvège au système de rétrécissement des marges de fluctuation entre les monnaies de la CEE

Le Président indique que M. Getz Wold, qui va venir exposer sa position, va probablement déclarer ceci:

Depuis le résultat négatif du référendum sur la CEE, la Banque de Norvège a maintenu le cours de sa monnaie à l'intérieur du "serpent" et elle désirerait continuer à le faire. A cette fin, elle demanderait au Comité:

- s'il est d'accord qu'elle continue, comme maintenant, à participer à la concertation entre les banques centrales;
- s'il est disposé à prévoir, en cas de besoin et de temps à autre, une consultation entre le Comité des Gouverneurs et les banques centrales des pays qui se montrent suffisamment intéressés au système de rétrécissement des marges pour y adhérer de facto.

M. Zijlstra se demande si en adhérant au système, la Banque de Norvège veut continuer à intervenir en monnaies communautaires ou seulement en dollars.

Sir Leslie O'Brien indique que si la Banque de Norvège souhaite maintenir sa monnaie dans le "serpent", on ne devrait pas s'en inquiéter; en revanche, sa participation au Fonds est une toute autre question.

M. Klasen estime qu'une adhésion de la Banque de Norvège au système de rétrécissement n'est pas, en principe, sans intérêt, mais il est difficile de donner tout de suite une réponse. Il faut en discuter avec la Commission et le Conseil pour voir sous quelles formes un tel rapprochement est possible, et en tenant compte que si l'on établit un précédent pour la Norvège il serait difficile ensuite de traiter différemment d'autres pays de l'Association de libre échange. Dans l'immédiat, le Comité pourrait répondre que la demande norvégienne sera examinée avec bienveillance.

M. Baffi partage l'avis de M. Klasen; il considère que la demande d'adhésion de la Norvège contient un élément politique très important et soulève la question de la limite qui existe en matière d'intégration communautaire entre pays membres et pays tiers.

M. Getz Wold remercie tout d'abord le Président du Comité et ses collègues de lui permettre d'expliquer la position de la Banque de Norvège concernant le système de rétrécissement; il les remercie aussi pour la possibilité qu'a eue celle-ci de continuer à participer à la concertation journalière et d'être représentée aux travaux du "groupe Théron" relatifs au sixième rapport du 3 novembre 1972. Après avoir évoqué brièvement les circonstances qui ont amené la Norvège à ne plus être un pays adhérent, M. Getz Wold fait l'exposé résumé ci-après.

Dans la période qui a immédiatement suivi le référendum sur la CEE, la couronne norvégienne a connu des perturbations assez limitées. La Banque de Norvège qui avait apprécié l'offre d'aide de ses partenaires a dû, en effet, n'intervenir que pour des montants peu élevés (32 millions

de dollars), interventions faites en dollars, après autorisation en concertation. Depuis lors, quelques pressions se sont manifestées en liaison avec la crise de la livre sterling - et probablement aussi certains articles de presse - mais, pour cette seconde occasion, les interventions ont été également peu importantes; elles ont d'ailleurs été faites un peu avant que la limite soit atteinte, afin d'éviter de soulever de délicates questions à propos de la participation dans le système de rétrécissement. Il est à noter, en outre, que la force de la balance des paiements et l'ampleur des réserves ne pouvaient que modérer les pressions sur la couronne norvégienne et devraient éviter l'apparition de difficultés dans les semaines à venir.

La Banque de Norvège souhaite être autorisée à continuer à participer au système communautaire de rétrécissement des marges et notamment à la concertation. - L'intérêt d'une telle participation ne pourrait qu'être accru par les assouplissements discutés par le Comité sur la base du Sixième rapport du "groupe Théron"; il repose essentiellement sur des avantages économiques et psychologiques qui se traduiraient en particulier par une plus grande stabilité de la couronne norvégienne et par une plus grande confiance dans celle-ci.

La Banque de Norvège est consciente qu'au-delà des aspects techniques et pratiques qui ne semblent pas présenter de difficultés, son maintien dans le système de l'Accord de Bâle peut soulever des questions de principe; elle a toutefois espoir que les problèmes puissent être résolus lorsqu'ils apparaîtront, de façon à éviter de rompre - ce qui serait regrettable - une participation qui a bien fonctionné depuis déjà plusieurs mois.

En sa qualité de Président du Comité, M. Wormser prend acte de la déclaration de M. Getz Wold et présente les remarques suivantes:

Les Gouverneurs ne peuvent donner sur le champ une réponse à la demande présentée; une réflexion et un délai sont nécessaires, ne serait-ce qu'en raison de l'aspect politique qui ne peut être tranché dans cette enceinte. Les réflexions des Gouverneurs pourraient tenir compte des éléments ci-après:

- Au lendemain du référendum sur la CEE, la Banque de Norvège a fait savoir à la concertation journalière qu'elle continuait d'appliquer unilatéralement l'Accord de Bâle; les partenaires de la concertation n'ont pas fait d'objection, une décision n'étant pas d'ailleurs de leur compétence. Cette situation a en particulier une double conséquence:

- . les cours limites d'intervention applicables à la couronne norvégienne sur les marchés des pays de la Communauté restent actuellement officiels et valables; si une réponse négative était donnée à la demande norvégienne, elle impliquerait vraisemblablement un abandon de ces cours limites publics;
- . même si la question est peut-être plus juridique que pratique, il pourrait y avoir actuellement des interventions en monnaies communautaires en faveur ou de la part de la Banque de Norvège.

- M. Getz Wold connaît l'attitude qui a été prise en mai et juin 1972 à l'égard des pays tiers (Autriche, Espagne, Suède et Suisse) qui ont manifesté un intérêt au système de rétrécissement des marges intracommunautaires; il sait notamment que le Comité a reconnu que l'extension de ce système est souhaitable et certainement bénéfique sur un plan technique, mais qu'elle soulève un problème politique. Ce dernier est apparu lors de la demande formelle de la Banque de Suède, laquelle n'a d'ailleurs pas reçu de réponse définitive, du fait en partie du cours des événements (suspension de l'application de l'Accord par le Royaume-Uni et le Danemark) qui a interrompu la procédure.

- Outre les facteurs décrits ci-dessus, la réponse collective que les Gouverneurs donneront dans un délai raisonnable devra prendre en considération la décision d'instituer le Fonds européen de coopération monétaire avant le 1er avril 1973 et les modifications entraînées par cet organe dans les données d'un rapprochement éventuel entre pays membres et pays tiers.

M. Getz Wold remercie le Président de sa présentation complète de la question et de l'examen envisagé de celle-ci. Il souligne que la demande norvégienne ne tend pas à créer un fait nouveau mais qu'elle cherche à éviter de rompre une situation ancienne, notamment en ce qui concerne la concertation quotidienne. Il rappelle que dans les travaux préparatoires du Fonds, il avait été prévu la possibilité de certaines liaisons avec des pays non membres et que les statuts pourraient comporter une telle possibilité.

M. Emminger demande à M. Getz Wold si, pour maintenir sa monnaie dans le "serpent", la Banque de Norvège effectue actuellement et envisage pour l'avenir des interventions uniquement en dollars ou aussi en monnaies communautaires.

M. Getz Wold rappelle que la Banque de Norvège est intervenue à deux reprises depuis le référendum, c'est-à-dire depuis le 26 septembre,

pour éviter que le cours de la couronne norvégienne n'atteigne la limite du "serpent". Ces interventions ont été faites en dollars, après accord en concertation, mais il n'y a pas là un principe ou une règle. La Banque de Norvège est en effet prête à intervenir en monnaies communautaires dans la mesure où la réciprocité et les dispositions contenues dans l'Accord de Bâle s'appliqueront à elle comme aux pays membres.

V. Analyse de la cinquante-sixième série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

A l'invitation du Président, M. Rainoni présente brièvement la série de documents en mettant particulièrement l'accent sur l'évolution récente en matière de:

- production industrielle,
- prix et salaires,
- commerce extérieur,
- masse monétaire.

Le Président remercie M. Rainoni pour son exposé et signale qu'en liaison avec l'entrée officielle dans la Communauté des trois pays adhérents, la documentation économique habituelle établie pour les séances du Comité devra être complétée l'an prochain pour couvrir ces trois pays. Il recueille l'accord des trois Gouverneurs concernés et du Comité pour que M. Rainoni mette au point les dispositions nécessaires en collaboration avec les responsables des banques centrales intéressées et le secrétariat du Comité.

III. Problèmes monétaires internationaux (numéraire du système monétaire international; convertibilité et consolidation des balances dollars; régulation des mouvements de capitaux à court terme; période intérimaire)

Ce point de l'ordre du jour a été traité à la séance du lundi matin, après que le samedi M. Clappier ait fait distribuer, à tous les membres du Comité, le compte rendu détaillé mais officieux, établi par le secrétariat du Comité monétaire, des débats que ce dernier Comité a tenus lors de sa session des 16 et 17 octobre 1972 sur les problèmes monétaires internationaux. M. Clappier avait indiqué, en outre, que le Comité des Vingt commencera ses discussions sur le processus d'ajustement

pour lequel un document vient d'être diffusé par M. Morse, document qui sera examiné par le Comité monétaire à sa session du 21 novembre.

Le Président rappelle que les Ministres à Londres, en juillet dernier, avaient chargé les Gouverneurs d'étudier un certain nombre de questions, en réalité trois:

- le numéraire dans le système monétaire international,
- la consolidation des balances dollars,
- la régulation des mouvements de capitaux à court terme.

Ce sont trois questions difficiles; l'une pourrait être choisie afin de commencer à échanger des vues sur elle et d'essayer de cerner un peu mieux le problème.

Le Comité acceptant la suggestion de discuter la question du numéraire, le Président présente les observations suivantes:

Cette question est extrêmement difficile et il conviendrait:

- de chercher à savoir si, par l'expression "numéraire", les Gouverneurs entendent tous la même chose;
- d'essayer d'établir la liste des numéraires concevables et de dégager celui ou ceux qui ont les préférences;
- de dresser, si les vues divergent trop, la liste des avantages et des inconvénients des différents numéraires retenus comme concevables.

La première question est donc: qu'est-ce qu'un numéraire? Afin d'engager la discussion, les Gouverneurs pourraient dire s'ils sont d'accord sur l'idée que le numéraire est un élément par rapport auquel s'exprime la valeur d'autres éléments, en d'autres termes, une unité de compte ou un étalon de valeur; ils pourraient également se prononcer, sur le plan conceptuel, entre un numéraire, pure entité abstraite ou comptable, et un numéraire qui est aussi un moyen de règlement et un instrument de conservation ou de réserve des valeurs. La conception large du numéraire revient, en fait, à reconnaître que celui-ci représente la monnaie du système monétaire international.

La discussion du Comité, sous la forme d'un "tour de table", est résumée ci-après:

Sir Leslie O'Brien: L'or a réuni dans le passé tous les attributs et prérogatives d'un numéraire véritable. En effet, il était à la fois:

- un point de référence,
- un instrument de préservation des valeurs (qui paraissait parfaitement satisfaisant à l'époque),

- un moyen d'échange universel,
- un élément de réserve de première catégorie.

En conséquence, l'instrument appelé à prendre la place de l'or à titre de numéraire à l'avenir, devrait, pour être satisfaisant, bénéficier de tous les attributs que l'or avait précédemment. Les autorités du Royaume-Uni pensent que les DTS, dans une version modifiée, pourraient être cet instrument. Leur acceptation comme nouveau numéraire sera fonction de la confiance du monde dont ils bénéficieront. Les DTS doivent être un point de référence acceptable; ils sont déjà un instrument de réserve et un élément admis par les banques centrales en règlement de dettes. Il faudra sans doute attendre pour qu'ils deviennent une monnaie internationale véritable, utilisée non seulement dans les rapports entre banques centrales, mais également entre les entreprises et entre les particuliers.

En tout état de cause, ce nouveau numéraire devrait viser cet objectif et devrait disposer, au début de son existence, des principaux attributs. Ce n'est que quand il réunira tous les attributs (après une évolution progressive) que le numéraire pourra être vraiment considéré comme la substitution parfaite de l'or. L'or devrait être relié au nouveau numéraire et devrait continuer à être traité comme le premier élément de réserve, bien que le temps passant il soit appelé à décroître en importance relative dans le système monétaire.

En réponse à des questions du Président, Sir Leslie O'Brien précise:

- que les autorités britanniques estiment que le nouveau numéraire pourrait être une forme développée des DTS, sans préférence absolue à ce stade pour un "bouquet" de monnaies;
- que l'évolution de ces DTS vers une monnaie internationale utilisée par les particuliers demandera certainement beaucoup de temps mais qu'elle est souhaitable.

Le Président rappelle que les Gouverneurs devront fournir un avis aux Ministres qui seront, eux-mêmes, invités par le Comité présidé par M. Morse à prendre position sur des problèmes d'ici le mois de juillet ou début du mois de septembre 1973. Dans cette optique, il serait opportun d'envisager un dispositif qui soit d'application pratique pour les prochaines années.

M. Zijlstra: Sur le plan logique ou conceptuel, il est parfaitement possible d'avoir une unité de compte, un numéraire totalement abstrait.

Dans les statuts du Fonds Monétaire International, le numéraire est défini, c'est l'or ou certaines quantités d'or, et sur cette base toutes les parités sont fixées et tous les "cross-rates" sont connus. Il serait donc parfaitement possible de dire, dans les statuts du FMI: l'unité de compte est le droit de tirage spécial, et toutes les monnaies doivent être exprimées dans cette unité dès l'entrée en vigueur du nouveau système monétaire. De cette manière, les "cross-rates" seraient connus et les parités pourraient être changées vis-à-vis de l'unité abstraite. Il existerait toutefois une différence opérationnelle entre les DTS et l'or. En effet, le prix de celui-ci peut être changé, mais cette possibilité, prévue dans les statuts du FMI, n'a pas été utilisée pendant plus de 25 ans. On peut donc dire que le système monétaire a pratiquement fonctionné comme si l'or était complètement abstrait.

Sur le plan toujours logique et conceptuel, cette possibilité de stabiliser la valeur de l'unité de compte vis-à-vis de toutes les monnaies, n'existe plus avec un numéraire exprimé en DTS.

S'il est parfaitement concevable d'avoir ces derniers, c'est-à-dire une entité abstraite, comme numéraire, il faut se demander comment seront remplies les autres fonctions d'instrument de règlement entre banques centrales, d'instrument de réserve et de moyen de paiement privé. Certes, comme l'a dit Sir Leslie O'Brien, il est possible que les DTS acquièrent progressivement à l'avenir tous ces attributs (ils correspondraient alors au rôle de l'or du 19^e siècle), mais une telle perspective semble encore bien lointaine; de plus, elle ne couvre pas la question importante de savoir si l'on veut maintenir la possibilité, comme avec l'or, de protéger le numéraire contre la détérioration des monnaies dans leur ensemble.

En attendant le futur brillant promis aux DTS, l'existence de problèmes directs et pratiques, notamment celui du prix de l'or et des avoirs officiels importants dans ce métal, amène à penser qu'une solution réaliste et presque inévitable devrait comporter un numéraire double, or et DTS, qui, d'une part, réunirait à peu près tous les attributs d'un numéraire complet, et, d'autre part, pourrait contribuer au développement des DTS et au déclin de l'or dans le système monétaire international.

Le Président: Si toutes les monnaies sont définies par les DTS au premier stade, comme M. Zijlstra l'a rappelé, ce numéraire ne pourra servir que de moyen de règlement entre banques centrales. De ce fait, pour la première fois dans l'histoire du monde, le numéraire ne pourra pas faire l'objet d'une appropriation par les individus ou par les sociétés

privées. Il y a là un phénomène dont les conséquences très difficiles à mesurer, dépendront des réactions des individus, mais pourraient aller peut-être jusqu'à ruiner le système monétaire à la base. D'autre part, supposons qu'on dise dans "Le Monde" de demain qu'il faut quatre dollars pour faire un DTS, ne fera-t-on pas alors le raisonnement suivant: 4 dollars = 1 DTS, par conséquent, 1 DTS vaut 4 fois le poids d'or dans le dollar d'aujourd'hui. En d'autres termes, tout en croyant écarter toute définition du DTS, l'opinion universelle établirait en fait immédiatement un rapport et considérerait, par exemple, qu'en détenant un poids quadruple de l'actuelle définition du dollar, on aurait en réalité 1 DTS.

M. Baffi indique que, puisque cette question a été traitée au sein du Comité monétaire et qu'elle le sera aussi dans le Comité des Vingt, il laisse, à ce stade, le soin d'exprimer les réflexions de la Banca d'Italia à son représentant dans ces deux Comités, c'est-à-dire à M. Ossola.

M. Ossola: Il convient, comme l'a dit M. Zijlstra, de tenir conceptuellement distinct le problème du numéraire du problème du choix de l'actif de réserve de la monnaie d'intervention et du moyen de règlement. Une telle distinction existe, d'ailleurs, actuellement, avec l'or qui est le numéraire du système mais qui n'est pas un instrument d'intervention et se révèle à peine un instrument de règlement.

Le premier problème est donc celui du numéraire strict, c'est-à-dire le choix de l'étalon de valeur, de l'élément par rapport auquel s'exprime la valeur des autres éléments. Il semble clair que, dans ce domaine, l'évolution monétaire pousse vers un numéraire abstrait, ce qui signifie, en termes concrets, le droit de tirage spécial sans contenu en or. Dans ce cas, il n'y aurait pas de prix officiel de l'or, et le dollar et les monnaies n'auraient pas un contenu d'or. Toutefois, l'opinion publique, et même l'opinion officielle, ne sont pas prêtes à accepter l'idée du numéraire abstrait et la valeur de celui-ci serait probablement mise en question. En attendant que l'évolution se produise, le système actuel du droit de tirage spécial défini en or mais pas convertible en or, pourrait être maintenu. Ce système ne correspond probablement pas à un numéraire double, car le DTS, tel qu'il est conçu à l'heure actuelle, et l'or sont exactement identiques en ce sens qu'il n'y a aucune importance pratique à choisir comme numéraire, soit le DTS et l'or, soit le DTS défini en or. En d'autres termes, il revient au même de définir les parités en DTS ou en or.

Le Président indique qu'il n'est pas absolument convaincu qu'on puisse dire que l'or, depuis la conclusion des Accords de Bretton Woods, est et est resté le numéraire (peut-être pouvait-on le soutenir pour la période de 1944 à 1957). Il se demande si le numéraire n'est pas devenu le dollar, car il ne faut pas oublier que, même dans les systèmes monétaires les plus classiques - ceux qui sont résultés beaucoup moins de la doctrine que de la pratique - le prix de l'or a toujours été conventionnel.

Sir Leslie O'Brien fait observer que l'or est simplement un dollar qui ne porte pas d'intérêt.

M. Klasen: L'idéal serait de trouver un numéraire abstrait qui soit aussi immuable que possible; or, il est évident que les DTS ne répondent pas à cette conception essentielle. Le lien qu'on veut leur donner avec l'aide au développement montre clairement qu'ils ont une valeur vénale qui doit s'exprimer en certaines autres monnaies. On peut, à cet égard, s'inquiéter de voir le FMI encourager la création de ces DTS, car ceux-ci ne représentent vraiment pas le genre de numéraire souhaitable. D'autre part, il est clair, comme certains Gouverneurs l'ont indiqué, que l'or et les DTS, du fait de leur expression en or, sont liés entre eux et que ce lien paraît actuellement à peu près inévitable.

M. Emminger: Sur un plan pratique, il semble en effet très peu probable que les DTS qui sont aujourd'hui définis en or puissent être détachés de cette définition par rapport à l'or. S'il en est ainsi, comme l'a fait remarquer M. Ossola, il est indifférent de définir les parités en or ou en DTS, qui eux-mêmes représenteraient un certain poids en or. Le FMI essaie déjà d'exprimer tout en unités DTS; c'est le cas depuis peu des "International Financial Statistics", mais cela ne changera rien à la réalité du monde monétaire tant que les DTS resteront définis en fonction de l'or.

M. Hoffmeyer: La thèse de MM. Ossola et Emminger est acceptable, mais il semble qu'à toutes fins pratiques, il faudrait revenir sur les attributs d'un numéraire complet. En effet, aux trois fonctions déjà énumérées, à savoir: point de référence, réserve de valeur et instrument de règlement entre banques centrales, on pourrait ajouter la fonction de moyen d'intervention sur le marché. Pour les trois premières fonctions, l'or aussi bien que les DTS peuvent être envisagés, et le monde étant ce qu'il est aujourd'hui, il est indispensable de garder un lien entre eux

(le contraire serait peu réaliste et, même sur le plan purement théorique, serait difficile à soutenir). Un tel numéraire ne devrait pas nécessairement remplir la quatrième fonction; il suffit à cet égard de rappeler que les banques centrales ne sont jamais intervenues en or sur le marché. En revanche, si l'on souhaite avoir un numéraire vraiment complet dans tous ses attributs, il devrait alors être conçu de telle manière qu'il puisse être utilisé comme moyen d'intervention.

M. Whitaker: La création de DTS a ouvert une nouvelle ère dans laquelle cette forme d'unité monétaire internationale gagnera en importance, sera plus utilisée et devrait donc devenir le dénominateur commun des monnaies nationales. La coexistence de deux unités internationales fondamentales, l'or et les DTS, paraît à terme ni possible, ni même souhaitable. La majorité des pays ont accepté que les DTS remplacent progressivement l'or dans le rôle qu'il a détenu jusqu'ici. La question-clé est donc de savoir quel sera, pendant la période intermédiaire, le rôle dégressif de l'or et quelle sera surtout sa valeur dans les transactions entre banques centrales.

Cette question, à laquelle il faudra réfléchir très sérieusement le plus vite possible, bloque ou retarde la solution d'autres questions. Aussi, serait-il souhaitable que les pays de la Communauté élargie se mettent d'accord et présentent une position commune qui aurait une influence très importante au moment où on donnera corps à un consensus international plus large.

La solution devra se situer entre les deux extrêmes d'une augmentation immédiate massive du prix de l'or et de la démonétisation immédiate de celui-ci. Une formule provisoire pourrait consister à établir un prix plancher de l'or en fonction des DTS, pour les transactions officielles, tout en permettant aux banques centrales d'acheter et de vendre le cas échéant de l'or sur le marché. Lorsque le prix du marché dépassera nettement le prix minimum ou officiel, ce minimum perdra de son importance et toutes les transactions devraient s'effectuer ensuite au prix du marché. A ce moment-là, l'or n'aurait plus une valeur fixe exprimée en DTS, mais en attendant, il aurait au moins une valeur plancher.

En ce qui concerne les DTS, il semble plus utile, dans les années à venir, de faciliter leur utilisation dans les opérations entre banques centrales que de prévoir leur détention par les particuliers; d'autre part, leur définition par un "bouquet" de monnaies ne paraît pas opportune.

M. Vandeputte: Si l'on reprend les questions énumérées par le Président, la première est de savoir ce qu'est un numéraire et à quoi il doit servir. La définition donnée par M. Wormser (élément par rapport auquel s'exprime la valeur d'autres éléments) paraît exacte et acceptable par tous; elle démontre que le numéraire doit être, à tout le moins et pour commencer, une unité de compte, un élément de calcul et de comparaison.

Pour des raisons d'ordre historique et pratique, le numéraire doit, en même temps, pouvoir servir comme réserve et comme instrument de paiement. A cette fin, et d'un point de vue idéal, il doit comporter trois caractéristiques essentielles:

- être accepté par le plus grand nombre possible de pays;
- être, si possible, unique (la pratique obligera peut-être, pendant un certain temps, à admettre deux, voire plusieurs, numéraires);
- posséder une totale stabilité sur le plan abstrait et théorique.

Sir Leslie O'Brien: Certains Gouverneurs ont dit que les deux premières qualités d'un numéraire devraient être un point de référence par rapport auquel on définit les autres monnaies, ensuite un élément de préservation de la valeur. La première qualité ne soulève pas de difficulté; toutes les monnaies sont fixées, dévaluées et réévaluées si c'est nécessaire, en fonction d'un point de référence commun. La seconde, la préservation de la valeur, paraît plus problématique. En effet, le fait simplement que les autres monnaies se règlent sur ce point de référence central ne fait pas pour autant de celui-ci un réceptacle de valeur gardant son pouvoir d'achat réel, quand les autres instruments le perdent. Dans un monde où le pouvoir d'achat de toutes les monnaies s'érode, il semble peu réaliste d'espérer préserver la valeur. On l'a vu dans des cas récents, où l'établissement pour l'or d'un prix fixe en relation d'une certaine monnaie n'a pas empêché l'évolution, connue de tous, du pouvoir d'achat.

On peut donc se demander s'il est raisonnable d'envisager un numéraire qui ne soit pas qu'un point de référence, mais aussi un préservateur de valeur. Dans ce dernier cas, cela supposerait par exemple qu'on augmente de temps en temps la valeur exprimée en or des DTS.

M. Mosca: Pour un sujet de ce genre, la Commission devrait, à un certain moment, jouer peut-être un rôle de courtier. Ce moment n'étant pas encore venu, ses réflexions générales, du point de vue théorique,

s'orientent dans la direction déjà décrite par certains Gouverneurs. Un numéraire abstrait est tout à fait concevable sur le plan intellectuel, et sur le plan des objectifs plus lointains, on pourrait retenir les perspectives ouvertes par Sir Leslie O'Brien. Il semble toutefois préférable de se pencher en premier sur les problèmes opérationnels et de se demander pourquoi nous voulons reformer le système monétaire international actuel.

Les analyses et les conclusions peuvent être différentes à ce sujet, mais il est assez généralement admis, à l'intérieur de la Communauté, que le problème principal tient au rôle déterminant, sinon exclusif, d'une monnaie nationale comme instrument international de mesure, de réserve et de transactions. Si cette analyse est juste, du point de vue opérationnel il apparaît difficile que le numéraire soit simplement une unité de compte, parce que cela n'éviterait pas d'avoir une monnaie nationale avec encore un rôle déterminant. La disparition de celui-ci ne pourra naturellement n'être que progressive. Toutefois, cette analyse implique que le numéraire soit, pour les banques centrales, un instrument de règlement et de réserve de valeur (il ne serait certainement pas nécessaire, au début, que cet instrument puisse circuler en dehors des banques centrales).

La stabilité absolue en termes de pouvoir d'achat réel est probablement irréalisable, surtout dans un premier temps; mais on devrait viser une stabilité en termes de parités monétaires, c'est-à-dire que lorsque une monnaie, ou même plusieurs, se déplacent, elles n'aient pas d'influence sur la valeur de l'unité de compte.

M. Whitaker: En ce qui concerne la question de réserve de valeur, mentionnée par Sir Leslie O'Brien, il semble que la différence entre le numéraire DTS et le numéraire or soit la suivante: Dans le cas du numéraire or, toutes les monnaies changent de valeur par rapport à l'étalon, sauf le dollar. Dans le cas du numéraire DTS, toutes les monnaies peuvent changer de valeur par rapport à l'étalon, y compris le dollar. Si la tendance universelle est, à l'avenir, plutôt à la dévaluation qu'à la réévaluation, il s'ensuivrait que le numéraire DTS garderait sa position et donc sa valeur initiale et que ce sont les monnaies qui se déprécieraient en comparaison.

Le numéraire DTS ne serait pas entraîné dans le mouvement et représenterait ainsi une bonne réserve de valeur. Il est certes difficile de savoir à l'avance quelle sera la pondération relative des dévaluations et des réévaluations, mais en tout cas ce numéraire serait plus stable que ce qui a été connu jusqu'à présent.

M. Hoffmeyer: En matière de réserve de valeur, il y a lieu de rappeler que les banques centrales qui ont gardé de l'or depuis 1935

jusqu'à aujourd'hui ont, en près de 40 ans, perdu énormément de pouvoir d'achat, perte qui serait encore très grande si l'on tenait compte du prix du marché libre. Le grand avantage des DTS c'est qu'on pourrait, par accord mutuel, accroître leur montant total, de sorte que la réserve de valeur resterait égale. Il suffirait, par exemple, de définir la teneur en or des DTS et d'augmenter simplement le montant de ceux-ci en fonction du niveau général des prix, ou du niveau général de l'activité.

M. Clappier: Il est à noter tout d'abord sur un plan linguistique, que le mot "numéraire" ne semble pas français; il ne figure pas dans les dictionnaires courants de langue française et il pourrait être un anglicisme d'origine française.

D'un point de vue purement théorique, l'idée d'avoir, pour toutes les monnaies du monde, un étalon de valeur dans lequel chacune des ces monnaies pourrait être définie et pourrait par conséquent varier, est certainement très séduisante, encore que, si l'on se réfère à l'exemple du mètre, dont la définition a varié dans le temps, l'étalon de valeur monétaire abstrait ne paraît pas avoir beaucoup de sens. Dans cet ordre d'idées, il est indifférent, comme MM. Ossola et Emminger l'ont dit, que le numéraire, limité à un étalon de valeur abstrait, soit le droit de tirage spécial défini en or ou l'or.

De toute manière, cette conception étroite et abstraite du numéraire ne mérite probablement pas de trop longues réflexions. En effet, ainsi que l'a déclaré le Président, le numéraire de fait a été le dollar depuis 1958, on pourrait même dire qu'il l'a été depuis la dernière guerre et qu'il l'est encore plus maintenant. Le dollar était le numéraire en raison de son importance pour les banques centrales, et il est à noter que le système a fonctionné de manière assez satisfaisante jusqu'au moment où l'on s'est aperçu que ce numéraire avait tendance à se déprécier en termes de pouvoir d'achat. Cet inconvénient explique précisément la recherche actuelle d'un remplacement de ce numéraire de fait, qui était une monnaie nationale, par un instrument plus stable. (Il est permis de penser qu'un tel remplacement sera moins recherché le jour où les Etats-Unis auront réussi à remettre leur économie d'aplomb et à stabiliser de nouveau le dollar.)

L'alternative à un numéraire monnaie nationale, si tant est qu'une alternative soit trouvable, est en principe double:

- La première c'est le retour au système du siècle dernier, c'est-à-dire le retour à un système de numéraire or jouant tous les rôles

qui ont été indiqués par le Président et par certains Gouverneurs, c'est-à-dire jouant le rôle d'étalon des valeurs, de moyen de réserve, d'instrument d'intervention, de moyen de règlement, etc. La simple énumération de toutes ces fonctions données à l'or suffit à montrer qu'une telle issue rencontrerait beaucoup de difficultés.

- La seconde solution possible est celle des droits de tirage spéciaux. Ceux-ci devraient alors être considérablement modifiés dans leur statut, car, si on abandonne l'idée du numéraire complètement abstrait, il faudrait que les DTS puissent non seulement être un étalon de valeur, ce qui pourrait être par hypothèse évident, mais aussi un élément de réserve, ce qu'ils sont déjà, et encore un instrument d'intervention des banques centrales.

En bref, les DTS devraient devenir une véritable monnaie et, pour reprendre les perspectives lointaines que Sir Leslie O'Brien a esquissées, ils devraient même progressivement pouvoir être détenus et utilisés par les banques commerciales et, qui sait, un jour par les individus.

Les réflexions ci-dessus conduisent à penser que même si elle n'est pas très satisfaisante pour l'esprit, la formule du numéraire double (ou twin numeraire) à laquelle certains Gouverneurs se sont référé est peut-être la seule issue réaliste possible, étant entendu qu'elle n'aurait aucun caractère définitif, et viserait seulement à trouver une situation convenable pour une certaine durée.

M. Baffi: Il y a lieu de se demander si, comme l'a dit M. Whitaker, le droit de tirage spécial serait supérieur à l'or du fait que l'expression du dollar des Etats-Unis en termes de DTS pourrait être plus facilement modifiée que ne l'était la définition en or. En effet, les Etats-Unis pourraient être tentés de maintenir la relation DTS-dollar, afin de perpétuer pour celui-ci la situation de numéraire du système. On pourrait toutefois concevoir une sorte de règle de conduite selon laquelle chaque monnaie varierait son poids en DTS selon l'évolution des prix à l'intérieur, ce qui assurerait aux DTS une stabilité absolue en termes de pouvoir d'achat.

Sir Leslie O'Brien: L'acceptation des DTS comme point de référence du système monétaire ne devrait pas soulever de difficultés intellectuelles ou pratiques: les DTS sont déjà un instrument transféré entre banques

centrales et, comme MM. Mosca et Whitaker l'ont dit, en gardant au moins leur valeur relative, ils apparaissent comme la meilleure réserve de valeur possible.

La question du rapport entre l'or et les DTS risque de ne pas être facilitée par le recours au "twin numéraire". Les DTS devraient permettre un remplacement graduel de l'or et, à cette fin, celui-ci pourrait être vendu progressivement sur le marché.

M. Zijlstra : Il ne semble pas exact de dire que le dollar est le numéraire. Certes, on peut parler de "dollar standard", mais l'or était et reste le numéraire dans les statuts du FMI; la preuve en est que le dollar a changé en termes de ce numéraire. Le système comporte en fait aujourd'hui l'or et les DTS, c'est-à-dire une sorte de "twin numéraire" ou, autrement dit, de jumeaux siamois.

Le grand problème actuel réside dans la relation qui existe formellement dans le domaine du numéraire entre les statuts du FMI et la réalité. En effet, la disparition de l'or, qu'elle soit envisagée comme un fait ou comme un désir, représente un problème absolument réel: les discussions sur le mécanisme de rétrécissement des marges ont montré qu'avec l'actuel numéraire de droit, le fonctionnement du système monétaire international, de même d'ailleurs que celui de l'union économique et monétaire, sont dans une large mesure bloqués.

L'existence de ce numéraire double pose plusieurs questions qui ont suscité certaines suggestions:

- Il a été proposé que les banques centrales opèrent sur le marché libre de l'or, afin de ramener le prix sur ce marché aux environs du niveau officiel, ce qui devrait alors résoudre le problème de l'or.
- Dans l'hypothèse où l'or n'a plus de lien avec le numéraire de l'avenir, c'est-à-dire avec les DTS, on pourrait imaginer deux possibilités:
 - chaque banque centrale procède à son gré à des ventes ou achats du métal,
 - un groupe de pays, par exemple la CEE, s'entend pour continuer, au moins pendant quelque temps, à utiliser l'or entre eux à certaines conditions.

En définitive, il semble clair qu'en raison des graves inconvénients que présente, pour le fonctionnement du système monétaire international, le numéraire double, une action devrait être entreprise à l'égard de celui-ci:

- soit le maintenir en augmentant le prix officiel de l'or,
- soit l'abandonner, c'est-à-dire séparer l'or et les DTS avec l'option pour celui-là de ventes libres par les banques centrales ou d'utilisation dans les règlements entre les banques centrales d'un groupe de pays, tel que la CEE.

En ce qui concerne les DTS, il est permis de douter qu'ils deviennent à l'avenir une entité monétaire universelle qui serait préférée non seulement à l'or, mais aussi au dollar (surtout pour ce dernier s'il recouvre sa stabilité). Il suffit, en effet, de songer à l'attitude connue ou possible de pays comme ceux du Moyen Orient, ou comme l'URSS qui pourrait devenir un jour membre du FMI; ou encore de rappeler les pressions politiques dont fait l'objet la création de DTS.

M. Whitaker répond tout d'abord à la question de M. Baffi. Les Etats-Unis devraient se montrer, à son avis, davantage prêts à modifier la valeur du dollar par rapport à un numéraire DTS pour les raisons suivantes: si la valeur-or du dollar s'est révélée tellement difficile à modifier pendant une période aussi longue, c'est pour des raisons d'ordre psychologique. Le handicap est surmonté partiellement depuis 1971 et, grâce à l'Accord de Washington, on a davantage tendance à considérer la valeur du dollar essentiellement par rapport à celle des autres monnaies. Il devrait en rester ainsi si les DTS devenaient le point de référence international. De plus, dans un système monétaire réformé, chaque pays, y compris les Etats-Unis, s'en remettra à une nouvelle série de normes acceptées à l'échelle internationale.

En réponse à M. Zijlstra, M. Whitaker précise sa suggestion au sujet de l'or. Il n'entend pas dire que le cours minimum ou cours plancher de l'or en DTS pour les transactions officielles - qu'il considère comme un arrangement intérimaire - devrait nécessairement être une once égale à 35 DTS. Il envisagerait un cours plancher intérimaire plus près, mais inférieur, au cours, qui pourrait résulter de la libération des ventes et des achats sur le marché à des banques centrales, en d'autres termes, un cours plancher qui se situerait entre le cours officiel et le cours du marché actuellement en vigueur. Une fois que le cours du marché se serait établi au niveau de ce cours plancher officiel, ou au-dessus de ce niveau, l'or n'aurait plus de valeur minimum ou fixe en DTS. Sa valeur en DTS et en toutes les autres monnaies serait déterminée par le marché.

Le Président conclut la discussion du Comité par les quelques remarques suivantes:

- Ainsi que Sir Leslie O'Brien l'a justement rappelé, le Comité se doit d'émettre un avis sur le problème du numéraire, car ce problème doit être traité et aussi vite que possible si l'on veut faciliter les travaux du Comité des Vingt. Plus on différera l'examen de la question du numéraire et de la question du prix de l'or, plus on aboutira à embrouiller et à lier les uns aux autres tous les problèmes que le Comité des Vingt doit traiter.

- En ce qui concerne la diminution du rôle de l'or, qui est souvent évoquée, on peut se demander si elle ne répond pas à deux facteurs qui, tout en se cumulant, sont en réalité entièrement différents:

- . d'une part, la mise au point de moyens plus commodes d'opérer les règlements (ce facteur s'est développé en fait depuis le 19^e siècle);
- . d'autre part, le jeu de la loi de Gresham qui, surtout depuis 1945, a abouti à la disparition ou à l'immobilisation de l'or.

La distinction des facteurs ci-dessus ne conduit probablement pas à la conclusion que les Gouverneurs pourraient facilement proposer aux Ministres que l'or peut être retiré du système monétaire international.

Le Président indique qu'il serait très utile que le Comité reprenne ultérieurement sa discussion d'aujourd'hui en se fondant sur le procès-verbal détaillé ou sorte de verbatim, que M. d'Aroma enverra dès que possible à tous les membres.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

M. d'Aroma donne des précisions sur les différentes réunions qui sont prévues au niveau des Gouverneurs, des Suppléants et des Chefs des services des changes.

1) Réunion officielle des Suppléants des Gouverneurs, ce jour même, c'est-à-dire le lundi 13 novembre de 14 h à 15 h 30, en vue d'un premier tour d'horizon, suggéré par M. Mosca, sur le Fonds européen de coopération monétaire.

2) Réunion des Suppléants des Gouverneurs, le dimanche 10 décembre 1972, à 9 h 30, pour l'examen du premier avant-projet concernant le Fonds.

3) Réunion des Chefs des services des changes, le dimanche 10 décembre 1972, à 11 h 30, pour l'examen du fonctionnement, durant le mois écoulé, du système de rétrécissement des marges, et notamment de la concertation.

Cette réunion, la première du genre, se tiendra normalement tous les mois et probablement au jour et à l'heure mentionnés ci-dessus.

4) Réunion du Comité des Gouverneurs, le lundi 11 décembre 1972 à 10 heures. Le Président recueille l'assentiment du Comité sur sa proposition de prévoir une séance le lundi matin et une autre l'après-midi; deux séances apparaissent en effet nécessaires si l'on tient compte de l'expérience du passé ainsi que du nombre et de l'importance des questions qui seront à discuter en décembre.