

PROCES-VERBAL\*  
DE LA QUATRE-VINGT-DEUXIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 9 JUILLET 1974 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. Vandeputte, accompagné par M. Janson; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Klasen, accompagné par MM. Emminger et Weber; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. de la Genière et Koch; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Whitaker, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Carli, accompagné par M. Baffi; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Posthumus Meyjes et Timmerman; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Haferkamp, accompagné par M. Mosca; M. Dondelinger, Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg et M. Barre, Président du groupe d'experts; le Président du Groupe des Dix, M. Ossola; Le Secrétaire Général du Comité, M. d'Aroma, et son adjoint, M. Bascoul, M. Scheller sont aussi présents ainsi que M. Rainoni.

I. Approbation du procès-verbal de la quatre-vingt et unième séance

Le Président indique que le projet de procès-verbal de la 81e séance n'a fait l'objet que de propositions d'amendement purement de forme qui concernent essentiellement l'intervention d'un membre.

Compte tenu de ces modifications qui seront insérées dans le texte définitif par le secrétariat, le procès-verbal de la 81e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité.

---

\* Texte définitif approuvé lors de la séance du 10 septembre 1974 et représentant par rapport au projet que de très légères modifications de forme.

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

A l'invitation du Président, M. Barre fait le bref exposé résumé ci-après.

1. Les responsables de la concertation qui se sont réunis la veille de la présente réunion ont constaté que la concertation au cours du mois écoulé n'a pas soulevé de problème technique particulier.

2. Pendant le mois de juin, le "serpent" a légèrement fléchi vis-à-vis du dollar. De 5%, début du mois, la prime moyenne s'est élevée à 6% le 6 juin, pour retomber ensuite à 4% à la fin du mois. La livre sterling et la lire italienne ont connu des évolutions parallèles à celle du "serpent", alors que le franc français s'est raffermi quelque peu vis-à-vis des monnaies communautaires, et il est resté stable par rapport au dollar.

Les marchés de change ont été relativement calmes; ils ont été cependant influencés par une reprise de la hausse des taux d'intérêt à New York, l'annonce d'un déficit commercial important des Etats-Unis pour le mois de mai et, enfin, certaines perturbations qui sont intervenues suite à la liquidation d'une banque allemande.

En ce qui concerne les positions relatives des monnaies du "serpent", le franc belge s'est révélé la monnaie la plus forte, sauf les 6 et 7 juin, où le deutsche mark a occupé cette position. A l'inverse, la couronne suédoise a été presque constamment la monnaie la plus faible, partageant cette place, au début du mois pour trois jours, avec la couronne norvégienne. Le florin néerlandais s'est trouvé quelquefois en opposition avec le franc belge, dans le cadre de l'arrangement spécial du Benelux.

Les interventions visant à maintenir la marge de 2,25% ont été peu importantes et ont atteint un volume de 52,3 millions d'UCME; elles ont concerné:

- du côté des créanciers, les monnaies suivantes:

deutsche mark	38,2 millions d'UCME
franc belge	11,9 millions d'UCME
couronne danoise	2,2 millions d'UCME

- du côté des débiteurs, les monnaies ci-après:

couronne suédoise	36,7 millions d'UCME
florin néerlandais	9,1 millions d'UCME
couronne norvégienne	6,4 millions d'UCME.

En outre, il convient de signaler que la Banque Nationale de Belgique a acheté, à l'intérieur des limites, des deutsche marks pour un montant de 63,1 millions d'UCME, en vue de rembourser par anticipation une dette à l'égard du Fonds européen de coopération monétaire.

Le maintien du "serpent" a été réalisé également par des interventions en dollars, parmi lesquelles il convient de signaler notamment les achats nets de dollars qui ont porté sur un total de 42,7 millions d'UCME et qui ont été effectués par:

- la Deutsche Bundesbank pour un solde net de 13,7 millions d'UCME (provenant d'acquisitions appréciables au début du mois, suivies par des ventes au cours de la seconde quinzaine);
- la Banque Nationale de Belgique à la hauteur de 22 millions d'UCME;
- la Danmarks Nationalbank pour la contre-valeur de 7 millions d'UCME; à ce propos, il est à noter que cette banque centrale avait cédé, en mai, des dollars pour un montant de 39 millions d'UCME, montant qui avait été largement couvert par des emprunts publics effectués pendant la même période.

3. En ce qui concerne les pays en dehors du "serpent", les interventions en dollars ont été les suivantes:

- La Banca d'Italia a vendu des dollars pour un montant de 384 millions d'UCME et a prélevé sur ses réserves un montant de 34 millions d'UCME pour des opérations diverses. En revanche, elle a reçu 119 millions d'UCME au titre d'emprunt public et 62 millions au titre de swaps avec les banques commerciales. Au total, ses réserves ont diminué de 237 millions d'UCME, soit la moitié de la diminution constatée le mois précédent.
- La Bank of England a acheté des dollars pour un montant de 29 millions d'UCME et a encaissé pour 137 millions d'UCME au titre des recettes d'emprunts du secteur public. En sens inverse, elle a dû céder 340 millions d'UCME pour des opérations diverses, de sorte que ses réserves ont diminué de 173 millions d'UCME (contre 29 millions en mai).
- La Banque de France a acheté des dollars à la hauteur de 5,4 millions d'UCME, mais compte tenu des cessions au titre des opérations diverses, ses réserves n'ont augmenté que de 2,5 millions d'UCME.

4. En juin, la Banque de Réserve Fédérale de New York a acheté des deutsche marks pour 1,3 million d'UCME et en a remboursé à la Deutsche Bundesbank pour 95 millions d'UCME, de sorte que ses engagements de swap à l'égard de l'institut allemand ont fléchi de 96 millions d'UCME.

Le Président remercie M. Barre de son rapport et fait remarquer que plusieurs pays indiquent, non seulement les interventions de leurs banques centrales sur le marché, mais aussi les cessions du produit d'emprunts effectuées par les institutions publiques. D'autres pays ne suivent pas cette ligne de conduite et, de ce fait, les chiffres fournis ne sont pas tout à fait comparables. Il propose donc que les Etats membres qui ont des institutions publiques qui cèdent sur le marché le produit de leurs emprunts à l'extérieur, ajoutent ces cessions dans les chiffres donnés, aux interventions des banques centrales.

Le Comité marque son accord sur la suggestion du Président.

### III. Echange de vues à la veille de la session du 15 juillet du Conseil des Ministres des Finances de la CEE

#### 1. Examen du rapport préliminaire du groupe d'experts sur le problème de l'or

Le Président doute si tous les Gouverneurs ont été en mesure d'étudier le rapport et se demande quelle suite on peut réserver à celui-ci; il propose que M. Barre présente d'abord le rapport du groupe d'experts et que M. Janson expose ensuite les résultats de la réunion des Suppléants, tenue la veille de la présente séance.

##### A. Exposé de M. Barre

Le rapport n'a qu'un caractère préliminaire, en raison du temps limité (deux séries de réunions seulement) qui a pu lui être consacré. Il est composé de trois parties:

La Partie I comporte un rappel historique et une tentative d'analyse du marché.

La Partie II expose les opérations possibles de mobilisation de l'or détenu par les banques centrales sous la forme de transactions sur le marché ou directement entre les banques centrales.

a) Les possibilités de vente sur le marché apparaissent faibles, au moins dans les circonstances actuelles, du fait à la fois de la capacité d'absorption limitée du marché et de l'effet psychologique qu'auraient sur celui-ci des cessions d'or par les banques centrales. Pour de telles transactions sur le marché, il serait utile d'instituer une concertation entre les partenaires et de recourir à un agent.

b) Les transactions directes entre banques centrales pourraient avoir un dénouement certain ou incertain. Les experts n'ont pas été en mesure, à leur niveau et compte tenu du caractère politique de telles décisions, de déterminer les banques centrales qui pourraient être candidates à la vente ou à l'achat d'or. De toute manière, en raison des fluctuations erratiques du prix de l'or, les banques centrales acheteuses et vendeuses auraient des difficultés à s'entendre sur un prix définitif et ferme qui soit satisfaisant pour les deux parties intéressées.

De ce fait, il est apparu opportun d'explorer la possibilité d'opérations dont le dénouement serait incertain: opérations à terme soit sous forme de swaps, soit sous forme de mise en gage, pour lesquelles toutefois les difficultés des transactions au comptant ne seraient le plus souvent que reportées. Jusqu'au moment où on devrait procéder à la réalisation du gage et laisser reposer le risque des variations des cours sur le créancier ou sur le débiteur. Les experts ont énuméré un certain nombre de clauses qui pourraient être retenues par les partenaires, en vue de remédier aux conséquences des variations des cours.

A la fin de la Partie II, les experts ont évoqué les trois questions suivantes:

- Le taux d'intérêt applicable aux transactions à terme qui, en raison de l'élément-or de celles-ci devrait avoir un caractère préférentiel pour les débiteurs.
- La possibilité de conclure des emprunts avec gage-or auprès de banques commerciales, à propos desquels les experts ont estimé dangereux d'habituer le marché à obtenir des garanties exceptionnelles pour des emprunts de la Communauté.
- Les chances de réaliser des opérations sur or telles qu'elles sont envisagées dans le rapport, question qui a été considérée de nature politique.

Enfin, les experts ont examiné la faculté selon laquelle les banques centrales pourraient comptabiliser l'or de leurs réserves à un prix dérivé du marché. Une telle évaluation serait peut-être de nature à donner une orientation au marché, mais elle soulève des problèmes d'ordre juridique et psychologique et elle n'aurait un grand intérêt que si elle était décidée d'un commun accord; or, la majorité du groupe n'y est pas favorable.

La Partie III traite les justifications et modalités d'une action visant à modérer les fluctuations des cours de l'or. Selon l'avis des experts, une telle action:

- sauvegarderait les intérêts tant des pays en situation débitrice amenés à mobiliser leurs encaisses métalliques, que des pays créditeurs se portant acquéreurs d'or;
- pourrait faciliter les transactions entre banques centrales en réduisant les réticences soit du vendeur, soit de l'acheteur;
- contribuerait à accroître la confiance dans les monnaies.

L'action stabilisatrice pourrait avoir une ampleur variable et être par exemple de plus en plus contraignante, ce qui est un inconvénient, mais elle serait alors de plus en plus efficace, ce qui est un avantage.

Dans l'ordre croissant de contrainte, les trois voies d'action ci-après sont exposées dans le rapport.

- Le "Simple accord sur les règles d'intervention" ou règles d'abstention, par lesquelles les banques centrales s'engageraient à ne pas acheter de l'or au-dessus du niveau supérieur de la fourchette et de ne pas en vendre au-dessous du niveau inférieur.
- Un "Consortium de banques centrales" institué d'une manière ad hoc pour une opération donnée, qui pourrait préfinancer les ventes d'or qu'une banque centrale serait amenée à faire dans des délais très courts. Une telle formule pourrait être établie pour une certaine période et un certain montant. Tous les experts ont été sensibles aux avantages de souplesse et de simplicité de ce mécanisme; en revanche, la faculté de "opting-out" lui confère un caractère précaire.
- Un "Stock régulateur" doté de moyens en devises et en or qui devrait procéder avec souplesse, afin de ne pas répéter les erreurs de l'ancien "pool de l'or".

Quelles que soient les modalités qui pourraient être retenues, l'action stabilisatrice devrait être guidée par des limites ou une fourchette de prix qui devraient être convenues préalablement et pour lesquelles une procédure rapide de révision serait nécessaire. Les limites devraient évidemment tenir compte des cours du marché mais, si elles devaient être automatiquement ajustées à ceux-ci, elles n'auraient qu'une valeur nominale et l'action stabilisatrice serait privée de toute efficacité.

M. Barre conclut en disant, à titre personnel, que, si les Gouverneurs devaient demander au groupe d'approfondir ses études, il serait souhaitable qu'ils définissent mieux certains objectifs en se prononçant notamment sur les questions suivantes:

- Est-il utile et opportun de mettre assez rapidement en place un système permettant de mobiliser l'or détenu par les banques centrales, tout en sauvegardant les intérêts de celles-ci?
- Ce système doit-il être conçu en fonction d'une certaine solidarité communautaire? Doit-il être assorti d'une action stabilisatrice?
- Quel degré de liberté serait-on prêt à aliéner dans le cadre de cette action?
- Quels risques serait-on disposé à prendre en charge, vu que l'efficacité est directement proportionnelle aux risques acceptés?

Le Président remercie M. Barre pour les travaux rapides accomplis par le groupe d'experts.

#### B. Exposé de M. Janson

Faute de temps, l'échange de vues des Suppléants, tenu la veille de la présente réunion, n'a été que préliminaire. Ils ont eu le même sentiment que les experts quant aux difficultés d'aboutir à des conclusions définitives et positives sans connaître exactement, d'une part, la volonté des banques centrales et, d'autre part, les détails des entretiens tenus à Washington. L'examen des relations entre l'approche proposée par les experts et celle qui est envisagée par le Fonds Monétaire International, a fait ressortir qu'il serait utile d'aboutir à un consensus avec celui-ci et les Etats-Unis, mais qu'il y a là un risque de retarder encore plus la mise en oeuvre d'une solution.

Les Suppléants ont reconnu l'effort des experts pour refléter, dans leur rapport, l'esprit des conclusions dégagées à Zeist; ils sont d'avis,

comme les experts, que s'il n'y a pas d'intervention sur le marché, l'incertitude du prix de l'or rend précaire les transactions entre banques centrales, et que la situation du marché ne permet pas à celles-ci d'y mobiliser des quantités importantes d'or (des ventes massives seraient d'ailleurs en opposition avec l'objectif de stabilisation des cours). Une action de ce genre ne serait pas aisée étant donné que le marché échappe, dans une large mesure, aux banques centrales et qu'il serait donc difficile de déterminer l'ampleur et le niveau d'une fourchette reflétant les prix du marché.

Outre ces difficultés et incertitudes, une action stabilisatrice nécessiterait des moyens, et certains Suppléants sont réservés à ce sujet.

Compte tenu de ces éléments, les Suppléants ont estimé que la moins mauvaise solution pourrait être trouvée dans des opérations à terme dont le dénouement serait incertain ou, en d'autres termes, dont les conditions de départ seraient révisables ultérieurement. De telles opérations pourraient être envisagées pour une période intérimaire; si un accord était possible, elles devraient céder la place à la solution plus satisfaisante d'un "Stock régulateur" géré par un agent qui achèterait de l'or aux banques centrales désirant mobiliser une partie de leur encaisse et l'écoulerait progressivement sur le marché.

### C. Discussion du Comité

Le Président ouvre la discussion en signalant que la question de la mise en gage de l'or et de ses modalités techniques fait actuellement l'objet d'études au sein du Fonds Monétaire International.

En se référant à une remarque de M. Janson, M. Klasen pense que les difficultés ne sont pas imputables à l'incertitude sur la volonté des banques centrales, mais plutôt à la situation actuelle qui est notamment marquée par le caractère spéculatif du prix de l'or. Il semble qu'à l'égard de celui-ci, deux tendances assez opposées existent: si on détient de l'or en quantité appréciable et si l'on envisage d'avoir à le mobiliser, la hausse des cours sera favorablement considérée, alors qu'en revanche, on doit se féliciter de la baisse du prix car elle renforce la confiance dans les monnaies et la lutte contre l'inflation. Dans les circonstances actuelles, il serait donc difficile de mettre en oeuvre des solutions définitives et il vaut mieux prévoir des formules d'aide par cas d'espèce et sans doctrine ferme.

Dans cette optique, la Bundesbank marque une préférence pour la formule la plus pragmatique et la moins définitive, à savoir, la mise en gage



de l'or. Il convient en outre de prendre en considération le fait que le prix de l'or est déterminé par des forces extérieures à la Communauté (en particulier Afrique du Sud, URSS et Chine) qui agissent dans leurs propres intérêts. Il s'ensuit que la CEE n'a pas intérêt à stabiliser le marché de l'or.

M. Carli fait remarquer que si le problème de l'or dépasse la compétence des experts, il dépasse aussi celle des Gouverneurs. En effet, il est difficile d'ajouter des considérations nouvelles à celles qui ont été déjà exprimées à Zeist et à Washington, et il est temps que les Ministres prennent une décision politique afin de répondre à la question de savoir s'il est de l'intérêt général de conclure un accord entre banques centrales qui, sans heurter les pays non participants, aurait pour but de stabiliser les cours de l'or et de permettre la circulation de ce dernier.

A Zeist, les Ministres des Finances et les Gouverneurs de la CEE sont convenus que les banques centrales devraient être libres de vendre et d'acheter de l'or sur le marché, ainsi que directement entre elles, à un prix dérivé du marché. A Washington, un pas en avant a été franchi en permettant une mise en gage de l'or entre banques centrales, avec l'idée qu'à la fin de la transaction, un transfert du métal pourrait avoir lieu entre le débiteur et le créancier. Il serait dangereux de faire maintenant marche arrière et il convient donc de reposer le problème en termes d'opportunité politique (on ne peut ajouter actuellement à la connaissance technique) et de demander aux Ministres de confirmer les conclusions de Zeist.

M. Zijlstra partage le point de vue de M. Carli. Le travail du Comité doit s'appuyer sur le consensus de Zeist qui prévoit que les banques centrales seraient libres d'acheter ou de vendre de l'or sur le marché ou entre elles. Le point essentiel et nouveau est la faculté d'acheter de l'or, faculté qui donne la possibilité d'entreprendre une action stabilisatrice dont l'objectif n'est pas d'établir un nouveau prix officiel de l'or, mais plutôt d'atténuer les fluctuations trop brutales des cours. La confirmation de l'accord de Zeist est donc nécessaire; une fois celle-ci faite, les Gouverneurs pourront donner un avis technique plus précis en tenant compte également des études menées au sein du FMI.

M. Zijlstra est partisan d'établir une fourchette mobile d'une ampleur suffisante et il ne voit pas là, contrairement à M. Klasen, une action négative sur le plan de la lutte contre l'inflation. Par ailleurs, le risque

d'inflation des liquidités internationales inhérent aux ventes d'or est limité d fait de l'improbabilité de cessions massives par les banques centrales.

Une action stabilisatrice visant à éviter les fluctuations trop brutales des cours pourrait représenter un élément de stabilité dans le système monétaire international.

M. Clappier est largement d'accord avec MM. Carli et Zijlstra, notamment sur l'intérêt de demander aux Ministres de confirmer l'accord de Zeist. Celui-ci n'est probablement pas suffisant pour mettre en oeuvre des solutions pratiques, mais il est un premier pas utile dans la voie souhaitable d'un dégel des réserves d'or.

Comme M. Zijlstra l'a indiqué, il ne semble donc pas opportun, au stade actuel, d'élaborer des modalités techniques plus précises. L'Assemblée générale du FMI en septembre prochain à Washington fournira d'ailleurs une bonne occasion de "tester" les études sur l'or entreprises au sein de cet organisme et de revoir la possibilité d'ouvrir une solution communautaire au monde extérieur.

M. Emminger présente les remarques suivantes: A Zeist, d'une part, on a établi un certain programme, mais on a laissé ouverte la question de l'utilité d'une action stabilisatrice et de sa forme; d'autre part, on est convenu que la solution devrait être trouvée autant que possible avec l'accord des Etats-Unis et du FMI. A Washington, le consensus s'est établi sur une partie du programme de Zeist, à savoir la mobilisation de l'or sous la forme d'une mise en gage, mais il ne semble pas que les Etats-Unis et le FMI aient accepté l'idée de ventes et d'achats sur le marché qui seraient destinées essentiellement à stabiliser les cours.

Eu égard à ces considérations, il faudrait se concentrer sur la mise en gage de l'or qui a été esquissée à Washington et ne concevoir pour l'instant une action stabilisatrice que sous la forme de règles d'abstention, c'est-à-dire que les banques centrales ne vendraient pas de l'or au-dessous d'un certain prix.

Toutefois, cette suggestion n'exclut pas qu'on examine des formules plus élaborées qui pourraient s'avérer opportunes dans un avenir plus lointain.

En dégagant un premier résumé du débat, M. Vandeputte propose au Comité de faire au Conseil des Ministres la communication suivante:

- 1) Les Gouverneurs estiment que les Ministres devraient, à la lumière des événements qui se sont déroulés depuis la Conférence de Zeist

(notamment les contacts du Ministre des Finances néerlandais avec son collègue américain, et les conversations de Washington), confirmer les positions prises à Zeist.

- 2) Si celles-ci sont confirmées, il semble que la préparation technique de leur mise en oeuvre qui a déjà été entreprise par les Gouverneurs, pourrait être poussée plus avant dès que les résultats des travaux actuellement en cours au sein du FMI seront connus.

M. Carli n'est pas d'accord d'attendre les résultats des travaux en cours du FMI, étant donné qu'à Zeist, les Ministres ont prévu que les banques centrales pourraient échanger de l'or dans le cadre des statuts actuels du FMI.

M. Clappier précise qu'il ne souhaite pas attendre les conclusions des travaux du FMI pour confirmer l'accord de Zeist, mais qu'il craint que celui-ci ne soit pas suffisant pour passer à la réalisation effective de transactions sur or. Pour ces dernières donc, il serait opportun d'attendre les résultats des travaux du FMI.

M. Zijlstra souhaite qu'on dise en plus aux Ministres que les Gouverneurs ont étudié les possibilités techniques de la solution qui leur paraît réalisable à titre intérimaire, à savoir la mise en gage de l'or accompagnée de règles d'abstention d'intervenir en dehors des limites d'une certaine fourchette.

M. Carli désire qu'on souligne, dans la communication, que l'idée de fourchette implique la possibilité d'acheter et de vendre sur le marché et nécessite donc la confirmation de l'accord de Zeist.

M. Emminger ne se rallie pas à l'interprétation de M. Carli. Dans l'état actuel, les banques centrales ne sont pas libres d'acheter de l'or sur le marché; si elles le faisaient, elles se heurteraient aux statuts en vigueur du FMI et elles risqueraient de soulever des conflits notamment avec les Etats-Unis. Or, les participants de Zeist ont été d'accord pour éviter cela. La règle d'abstention susmentionnée devrait donc s'entendre pour l'instant dans le sens que les banques centrales s'abstiennent de vendre de l'or au-dessous d'un certain prix (l'idée de fourchette n'étant pas évoquée).

M. Zijlstra estime qu'il s'agirait alors d'un prix-plancher et pas d'une fourchette; celle-ci implique l'abstention en dehors de ses limites et la possibilité d'intervention à l'intérieur.

M. Clappier constate qu'il y a un désaccord entre les Gouverneurs et que les conclusions dégagées à Zeist et à Washington ne sont pas tout à fait concordantes.

En effet, à Zeist, point important, on est convenu que les banques centrales seraient libres d'acheter et de vendre de l'or tant sur le marché qu'entre elles à un prix dérivé du marché. A Washington, on n'a pas évoqué la possibilité d'acheter de l'or et, comme M. Emminger l'a indiqué, une telle possibilité semble contraire aux statuts du FMI et en conflit avec le point de vue des Etats-Unis. Il est à noter à cet égard que la Banque de France se considère fondée à acheter et à vendre de l'or sur le marché.

Quoi qu'il en soit, l'idée de MM. Carli et Zijlstra, qui consiste à limiter la possibilité d'acheter de l'or à l'intérieur des limites d'une fourchette, constitue déjà une sorte de compromis entre des actions stabilisatrices plus poussées et l'abstention complète d'acheter de l'or, que préconise M. Emminger.

M. Klasen pense que l'idée de la fourchette ne recueillera pas l'accord des Etats-Unis. Il met en garde contre le danger de se perdre à propos de l'or dans des controverses théoriques et il rappelle que la tâche des Gouverneurs des banques centrales est d'ordre pratique.

Dans cet esprit, il convient donc de se concentrer sur la mise en gage, formule que tous les membres du Comité acceptent. Les pays de la CEE qui pensent devoir mobiliser une partie de leur encaisse-or devraient réfléchir aux propositions concrètes qu'ils pourraient faire aux partenaires fournisseurs possibles de crédits gagés en or. La Deutsche Bundesbank est prête quant à elle à aider les partenaires mais elle désire procéder d'une manière pragmatique et se limiter à cette solution du gage pour éviter des conflits avec le FMI et les Etats-Unis. Les Gouverneurs pourraient réexaminer en septembre les opérations éventuelles qui seraient à envisager.

Le Président constate que le Comité n'est pas unanime dans la question de la fourchette et qu'il serait utile de ne pas la mentionner dans la communication au Conseil.

M. Carli souhaite que la communication des Gouverneurs au Conseil souligne que la mise en gage de l'or devrait avoir aussi pour objectif de stabiliser les cours du métal. A cette fin, les conditions du contrat d'emprunt gagé en or devraient prévoir notamment des clauses de prolongation

visant à éviter que des ventes d'or soudaines et massives par le débiteur ne fassent effondrer le prix.

Le Président constate que les Gouverneurs ne sont pas unanimes sur la question de la fourchette (il serait donc préférable de ne pas la mentionner aux Ministres) mais qu'ils sont d'accord pour présenter au Conseil des Communautés européennes les résultats de leur débat dans les termes suivants:

- 1) Le Comité des Gouverneurs préconise qu'à la lumière des événements intervenus depuis la Conférence de Zeist (notamment les contacts du Ministre des Finances néerlandais avec son collègue américain, et les réunions à Washington), les Ministres des Finances de la CEE confirment, dans le cadre du Conseil, l'accord de Zeist.
- 2) Dans le cas où une telle confirmation serait faite, les Gouverneurs considèrent, d'une part, que la formule qui, dans les circonstances actuelles, est la plus pratique et la plus aisée à mettre en oeuvre, est celle de la mise en gage de l'or; d'autre part, que cette formule devrait contribuer à une certaine stabilisation du prix de l'or ce qui implique que les modalités de liquidation des opérations d'emprunts gagés en or doivent permettre d'éviter des ventes massives du métal jaune et des soubresauts dans les cours.

Le Comité marque son accord sur les conclusions dégagées par le Président.

M. Klasen précise qu'on pourrait ajouter à l'intention des Ministres que les contrats de mise en gage de l'or sont en cours d'étude et que leur mise au point devrait rester entre les mains des Gouverneurs des banques centrales. En outre, il confirme que la Bundesbank n'envisage pas de vendre de l'or sur le marché et qu'elle n'est pas intéressée à un effondrement du prix du métal.

2. Examen des propositions de la Commission en matière d'emprunts groupés et de recyclage des capitaux (cf. note de la Commission faisant suite à sa Communication du 5 juin 1974).

Le Président invite M. Haferkamp à présenter la note de la Commission.

M. Haferkamp formule les remarques suivantes. La note ne constitue pas au sens strict et juridique une proposition de la Commission; elle est un document destiné à servir de base de discussion. La Commission a d'ailleurs

renoncé à soumettre au Conseil, pour la session du 15 juillet, des propositions en forme juridique, tant dans ce domaine des emprunts qu'en matière de coordination des mesures nationales dans la lutte contre l'inflation. En effet, l'expérience a montré que, dans les années précédentes, de nombreuses résolutions bien qu'adoptées formellement n'ont pas été respectées en pratique. La Commission souhaite plutôt que le Conseil ait un débat franc et confidentiel.

Le problème du recyclage des capitaux, objet de la seconde note des services de la Commission, ne sera pas discuté lors de la session du 15 juillet. De telles discussions semblent être encore prématurées.

En ce qui concerne le projet d'un emprunt communautaire, la Commission rappelle que, dans sa communication du 23 janvier 1974, elle avait proposé d'examiner les méthodes d'une mobilisation coordonnée de capitaux et que, lors de la session du Conseil du 18 février, quelques Ministres des Finances, en particulier M. Giscard d'Estaing, se sont prononcés en faveur d'un emprunt communautaire. La Commission n'attend pas de la session du 15 juillet des décisions de détail, mais plutôt une décision de principe de la part du Conseil sur l'opportunité d'un emprunt communautaire. Si le Conseil adopte une telle position, il faudra ensuite entreprendre les préparatifs nécessaires à la réalisation d'un emprunt.

Dans cet esprit, les délibérations des Gouverneurs pourraient se limiter aujourd'hui au principe de l'opportunité d'un emprunt communautaire, les problèmes de détail étant à étudier plus tard, lorsqu'une décision favorable aura été prise par le Conseil.

M. Klasen ne veut pas, en principe, exclure la possibilité d'un emprunt communautaire. En ce qui concerne les modalités du projet, il souhaiterait une optique plus opérationnelle et plus commerciale que celle de la Commission. Il est de toute manière dangereux de parler dès à présent d'un montant de plusieurs milliards et d'un financement sous forme de crédits "revolving". Au lieu de déterminer préalablement un montant et de le répartir après coup, il est préférable d'attendre qu'un Etat membre ait un besoin de financement et d'organiser alors, le moment donné, une opération en fonction de la demande exprimée par le partenaire (on pourrait concevoir un montant de 0,5 à 1 milliard de dollars). Ce n'est qu'à ce moment-là que des négociations auraient lieu avec le marché et qu'il serait possible d'obtenir des conditions intéressantes si tous les Etats membres apportaient conjointement leur garantie.

M. Klasen souligne l'utilité de ne pas anticiper les besoins de financement et de ne pas laisser les mains libres aux bureaucrates. Dans ce domaine, il faut agir d'une manière pragmatique, discrète et le moment venu.

M. Richardson se rallie au point de vue de M. Klasen. Il lui semble prématuré d'entrer déjà maintenant dans des détails qui devraient rester secrets en tout cas. Si les Ministres sont d'accord sur le principe d'un emprunt, il faudrait plutôt préparer discrètement des modalités afin de pouvoir recourir, le moment donné, à cet instrument complémentaire de financement du déficit extérieur. En cas d'un emprunt de dimension importante, il faudrait s'adresser en dehors du marché et cela devrait être réalisable.

M. Clappier est tout à fait d'accord sur le principe d'un emprunt communautaire dont le montant important serait justifié par l'ampleur de la composante pétrole du déficit des balances de paiements de certains Etats membres. Il estime dangereux d'entrer dans les détails pour lesquels seuls les praticiens sont capables de donner des renseignements et des conseils utiles. Dans l'immédiat, il faudrait donc demander aux Ministres s'ils sont d'accord sur le principe d'un emprunt communautaire qui devrait être substantiel pour la raison aussi que, s'agissant du seul domaine où la CEE pourrait affirmer sa personnalité et entreprendre une action, il serait souhaitable que celle-ci soit spectaculaire.

M. Carli partage l'avis de M. Clappier et se prononce en faveur du principe d'un emprunt communautaire dont l'idée même pourrait contribuer à la consolidation de la Communauté. Il précise:

- que l'emprunt devrait porter sur un montant important,
- que les modalités techniques n'ont pas à être traitées dès maintenant,
- que les Etats membres emprunteurs devraient s'engager à respecter, dans le cadre d'une procédure communautaire, un programme de mesures économiques et financières.

M. Hoffmeyer pense qu'on pourrait trouver une solution de compromis entre l'idée avancée par M. Klasen de procéder sur une base ad hoc et celle d'un emprunt communautaire important. Cette solution consisterait à recourir à une institution qui pourrait agir comme intermédiaire et négocier avec le marché.

M. Zijlstra est en faveur du principe d'un emprunt communautaire, mais il pense que cette question de nature politique relève de l'autorité des Ministres. Si ceux-ci prennent une décision positive, les Gouverneurs seraient

appelés à établir un schéma pour la procédure à suivre. A cet égard, il partage l'idée de M. Klasen d'agir très prudemment afin de préserver la stabilité du marché; il pense en outre que la garantie de la Communauté ne serait pas suffisante et qu'elle devrait être complétée par celle conjointe des Etats membres. Il estime enfin que les pays bénéficiaires devraient s'engager à adopter un programme économique.

Le Président propose de s'abstenir de mentionner, dans l'avis au Conseil, les divergences d'opinion sur la dimension du montant et de se limiter aux conclusions suivantes:

1. Les Gouverneurs sont favorables au principe d'un emprunt communautaire.
2. Les modalités d'une telle opération revêtent une grande importance et devraient être traitées sur le plan des affaires, c'est-à-dire notamment avec beaucoup de discrétion.
3. Les bénéficiaires d'un tel emprunt devraient accepter la réalisation d'un programme de redressement sur le plan économique et financier.

M. Haferkamp est heureux du résultat des discussions au sein du Comité. Il souligne que la note sur le projet d'un emprunt communautaire a été établie sous sa responsabilité personnelle et n'a été transmise qu'à une partie de la Commission, au Comité monétaire et au Comité des Gouverneurs. Il assure que, lorsque la question des détails et des conditions devra être traitée, elle le sera dans la Commission, avec la plus grande discrétion.

### III bis. La solvabilité et la liquidité des banques à la lumière d'événements récents

Le Président invite M. Zijlstra à introduire cette question pour le Comité.

M. Zijlstra indique qu'en raison d'événements récents, les Gouverneurs de la BRI sont convenus lors de leur réunion du lundi 8 juillet, d'échanger des renseignements sur les dispositions en vigueur dans leur pays concernant la solvabilité et la liquidité des banques commerciales. Ils se sont proposés d'examiner, sur la base de ces renseignements, la question de savoir si les dispositions en vigueur devaient être renforcées afin d'éviter la répétition d'événements comparables à ceux qui ont été observés récemment.

Etant donné que certains membres du Comité ne sont pas représentés dans le groupe des Dix, M. Zijlstra estime souhaitable d'une part que tous les Etats membres se joignent à l'action envisagée, et d'autre part que le Comité discute sur les moyens susceptibles d'éviter la répétition des événements en caus



Le Président constate l'accord du Comité sur la proposition de M. Zijlstra et précise que l'action qui vient d'être mentionnée porte sur la solvabilité et la liquidité des banques essentiellement du point de vue des opérations sur devises.

M. McMahon excuse le départ du Gouverneur Richardson. Au nom de celui-ci, il se prononce en faveur d'une collaboration étroite des autorités monétaires dans les temps difficiles actuels. La Bank of England participera à l'opération "questionnaire" mais vu la complexité des dispositions en vigueur, il semble difficile d'aboutir à une présentation complète et précise. Il faudrait aller au delà de cette action et voir comment les pays participants pourraient s'échanger en cas de besoin les informations confidentielles nécessaires.

M. Dondelinger partage entièrement les observations faites par MM. Zijlstra et McMahon. Dans le cas en question, il s'est avéré qu'une surveillance limitée au plan national n'était pas suffisante. En effet, la filiale luxembourgeoise de la banque allemande a consenti à sa maison-mère des crédits par l'intermédiaire d'une banque suisse, et de ce fait les autorités compétentes luxembourgeoises et allemandes n'ont pas disposé des éléments nécessaires pour reconstituer l'opération. En outre, on a constaté qu'il y avait eu des fraudes manifestes, une mauvaise comptabilisation ou même une absence de celle-ci.

Il faudrait donc envisager deux genres de collaboration, les pays participants à celle-ci se mettant d'accord:

- sur certaines règles de sécurité et de gestion, notamment en matière de position de change,
- sur la possibilité pour leurs autorités compétentes d'échanger des informations de nature confidentielle.

Le Luxembourg serait disposer à fournir de telles informations soumises au secret dans la mesure où il est sûr que la source d'information resterait secrète. A ce propos, M. Dondelinger suggère que la Commission étudie la possibilité de proposer que les autorités nationales de la Communauté se libèrent de la règle du secret d'office s'il s'agit de fournir aux autorités d'un pays partenaire des informations utiles pour la surveillance de son secteur bancaire.

M. Dondelinger conclut en disant que, quelles que soient les dispositions en vigueur, le cas en question n'aurait guère pu être évité.

Le Président constate que tous les membres du Comité reconnaissent l'utilité de l'opération "questionnaire" sur les dispositions en vigueur

concernant la solvabilité des banques, qu'ils sont prêts à y participer et qu'ils sont d'accord pour échanger des informations à titre confidentiel.

M. Klasen se félicite du changement de position du Luxembourg qui jusqu'à présent a défendu la règle du secret dans l'intérêt du développement des banques luxembourgeoises et a été réticent pour donner des informations. En ce qui concerne les informations confidentielles fournies par un pays partenaire, il serait opportun d'aboutir à un consensus car de telles informations n'ont de valeur que si l'on peut les utiliser. M. Klasen indique qu'il ne s'agit pas de mettre en cause l'intérêt du Luxembourg à la prospérité de ses banques mais que cet intérêt doit être conciliable avec celui des pays de la Communauté d'assurer le bon fonctionnement de leur système bancaire. A ce propos, il convient de signaler que les banques allemandes ont déjà annoncé qu'elles effectueraient leurs opérations sur devises par l'intermédiaire de leurs filiales à Luxembourg dans le cas où les dispositions applicables aux positions de change à terme qui sont envisagées par les autorités allemandes seraient trop restrictives. Il semble en outre que les opérations triangulaires qui ont été mentionnées n'auraient pas pu être faites si les autorités luxembourgeoises avaient fourni des renseignements plus détaillés. De tels renseignements détaillés devraient être échangés entre les pays de la CEE et même avec les Etats-Unis; la Bundesbank est, quant à elle, prête à les fournir.

M. Dondelinger regrette les remarques publiques qui ont été faites du côté allemand au sujet de l'attitude des autorités luxembourgeoises. Dès le moment où l'affaire a été rendue publique, les deux gouvernements ont été amenés à renforcer leurs positions vis-à-vis de leur opinion nationale et il est devenu difficile de trouver une solution satisfaisante. En outre, il ne voit aucune raison pour admettre que le Luxembourg soit dans une autre position que les autres pays. Des accords bilatéraux étant insuffisants, il faudrait trouver une solution multilatérale acceptée par tous à laquelle le Luxembourg serait prêt à collaborer. M. Dondelinger regrette que son agence ne soit pas représentée dans les comités gravitant autour de la BRI. Il est évident que le Luxembourg ne peut pas accepter des propositions s'il ne participe pas à leur élaboration. De ce fait il souhaiterait que son pays soit représenté dans le comité "euro-dollar" pour pouvoir y faire valoir ses arguments.

M. Klasen précise que la Bundesbank n'a jamais pris de position publique sur le différend entre l'Allemagne et le Luxembourg en matière de contrôle des banques.

M. Emminger fait remarquer que ce sont les banques commerciales allemandes qui ont porté l'affaire dans la presse.

M. Klasen rappelle que les Ministres ont déjà fait dépendre le choix du lieu de l'implantation du Fonds européen de coopération monétaire du règlement des problèmes posés par le régime appliqué aux banques installées à Luxembourg.

Le Président constate que le Comité est en faveur d'une solution multilatérale qui permettrait un échange d'informations entre les pays de la Communauté.

M. Klasen appuie la demande de M. Dondelinger pour que le Luxembourg soit représenté dans le Comité "euro-dollar".

M. Zijlstra souligne que ce dernier est un comité du groupe des Dix. Il s'agit donc d'une question délicate qui ne pourrait pas être décidée seulement au sein du Comité des Gouverneurs de la CEE.

M. Klasen propose que la Banque Nationale de Belgique délègue dans le Comité "euro-dollar" deux représentants dont l'un serait M. Dondelinger.

Le Président prend note que la suggestion de M. Klasen est approuvée par tous les Gouverneurs.

#### IV. Groupe d'experts sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire: présidence et orientations pour les premiers travaux à entreprendre

Le Président indique que le groupe est maintenant complet: les Trésoreries et les banques centrales de tous les pays de la CEE ainsi que la Commission ont en effet désigné leurs délégués. Il se pose à présent deux questions

- la présidence du groupe: le groupe étant commun à la fois au Comité monétaire et au Comité des Gouverneurs, ces deux Comités doivent se mettre d'accord,
- les orientations pour les premiers travaux à entreprendre par le groupe.

Le Comité se rallie à l'idée de M. Zijlstra de suggérer au Comité monétaire que la présidence du groupe soit assurée par M. Bastiaanse de la Nederlandsche Bank. En ce qui concerne les orientations pour les premiers travaux du groupe d'experts, le Comité adopte l'opinion de M. Emminger de laisser au groupe le soin d'établir un programme de travail qu'il soumettra aux deux Comités, ceux-ci pouvant alors faire éventuellement des remarques.

V. Echange de vues sur la base de la nouvelle documentation en matière de taux d'intérêt

Le Président signale que la nouvelle documentation en matière de taux d'intérêt a été établie pour la première fois ce mois-ci et invite M. Rainoni à la présenter au Comité.

M. Rainoni fait le bref exposé résumé ci-après:

La documentation contient pour chaque pays

- un tableau exposant les taux directeurs regroupés sous les quatre rubriques suivantes: taux officiels, taux du marché monétaire, taux du marché des capitaux, taux débiteurs et créditeurs appliqués par les banques à la clientèle;
- des notes explicatives sur les taux figurant dans le tableau, notes qui ont été établies par le secrétariat en liaison avec les experts des banques centrales.

Les tableaux inclus dans la présente documentation de base feront, à l'avenir, partie de la nouvelle série des documents de travail, les notes explicatives seront révisées normalement une fois par an et lorsque des changements modifieront, soit le choix des taux indicatifs, soit la signification de ceux-ci pour la situation monétaire.

Les graphiques présentant pour chaque pays trois ou quatre taux d'intérêt ont été adaptés en vue d'obtenir une uniformisation avec les taux qui ont été choisis par les banques centrales pour les tableaux.

La documentation présente un certain déséquilibre quant au nombre de taux choisis par chaque pays qui tient au fait que les banques centrales ont souhaité retenir un nombre plus ou moins grand de taux mais surtout au fait que les structures des systèmes monétaires et bancaires et l'importance des institutions spécialisées diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre.

Le Président prend acte au nom du Comité de la nouvelle documentation sur les taux d'intérêt établie sous la direction de M. Rainoni et invite les Gouverneurs à présenter leurs remarques sur cette documentation lors de la prochaine séance du Comité.

VI. Analyse de la 73e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison de l'ordre du jour chargé, le Comité ne procède pas à cette analyse. Toutefois, il prend note que, conformément aux directives données

par les Gouverneurs le 13 novembre, une réforme des documents de travail a été préparée par M. Rainoni, le secrétariat et un groupe d'experts des banques centrales et de la Commission. Cette nouvelle série couvrira désormais les huit banques centrales de la CEE et pour chacune d'elles les données présentées seront simplifiées.

Le Comité marque son accord sur la proposition de mettre en oeuvre la nouvelle série de documents à partir de la prochaine séance en septembre.

M. Dondelinger déclare que le Luxembourg serait prêt à fournir les données pour la documentation sur les taux d'intérêt.

Le Président propose qu'on réfléchisse à cette question.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle le mardi 10 septembre 1974 à 10 heures.