

BANQUE DE FRANCE

39, rue Croix-des-Petits-Champs - PARIS 1^{er}

R. C. PARIS B 572 104 891

BP 140.01 75049 PARIS CEDEX 01
Télégr. : BANTRA - PARIS

Téléphone : 42 92 42 92
Télex : 220932

DR. BAER

Télécopie : (33) 1 42 96 04 23

DIRECTION GÉNÉRALE
DES SERVICES ÉTRANGERS

1989 VI 8

14:27

* TELCOPIE *

page de garde

nombre de pages (y compris la page de garde) : 23

date : 8/06/89

DESTINATAIRE :

Bai BALE
à l'attention du D^r BAER

EXPÉDITEUR :

Direction des changes
J.P. Redouin

OBSERVATIONS :

TELEFAX A ADRESSER A :

BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX à BALE

A L'ATTENTION DU DR. BAER

SUITE A NOTRE CONVERSATION TELEPHONIQUE.

MEILLEUR SOUVENIR.

J-P. REDOUIN

**PREMIERES ETAPES VERS LA CREATION
D'UNE BANQUE DE RESERVE EUROPEENNE**

La création d'un Fonds de Réserve Européen

Il est évident que la construction économique et monétaire de l'Europe -dont les acquis actuels sont déjà considérables- ne se fera pas en une seule étape. Cette construction nécessite une approche pragmatique axée sur la réalisation progressive de l'objectif final qui sera, en fin de compte, retenu.

L'objet de la présente note est d'esquisser une réflexion sur la nature et le rythme des premières étapes qui pourraient conduire au stade ultime de l'Union Economique et Monétaire.

Le franchissement des différentes étapes suppose que les autorités monétaires aient une vision claire :

- non seulement de la direction à moyen terme vers laquelle elles devraient orienter leurs efforts et leurs initiatives dans le domaine monétaire ;
- mais aussi de la mise en oeuvre quotidienne des politiques qu'elles sont chargées d'élaborer et de coordonner.

Dans le but de développer plus concrètement et plus visiblement leur coopération dans le domaine de la gestion des taux de change et des taux d'intérêt, la construction progressive d'un organisme permanent permettant d'agir et de réfléchir en commun constituerait une avancée très significative qui aurait le triple avantage :

- de manifester, sur le plan politique et vis-à-vis des marchés, la volonté des gouvernements de s'engager plus activement dans la voie de l'Union Economique et Monétaire ;
- de se donner rapidement les moyens effectifs, à la veille de l'ouverture du marché unique européen et dans un esprit de coopération avec les autres zones monétaires, d'assurer avec plus d'efficacité le fonctionnement ordonné des marchés ;
- d'améliorer l'efficacité de la gestion monétaire des banques centrales au niveau interne et au niveau européen.

Le Fonds de Réserve Européen (F.R.E.) serait un organisme construit progressivement. Ses attributions dépendraient de l'état d'avancement de l'Europe et des responsabilités que les pays membres seraient disposés à lui déléguer. Sa création immédiate - première étape vers une Banque de Réserve Européenne - constituerait un noyau autour duquel pourraient s'agréger progressivement des fonctions plus ambitieuses dont l'élément ultime serait la réalisation de l'Union Economique et Monétaire.

I - L'ESPRIT DE LA PROPOSITION TENDANT A CREER UN FONDS DE RESERVE EUROPEEN

L'esprit de cette proposition s'articule autour de quatre idées directrices.

1) Amorcer un processus didactique

La création d'un Fonds de Réserve Européen vise à susciter une réflexion et une approche commune des questions monétaires dans un cadre permettant des échanges permanents d'information, une confrontation régulière des analyses et une connaissance plus approfondie de la conjoncture et des politiques suivies individuellement par chaque pays.

L'objectif recherché est d'amorcer un processus didactique qui permette non seulement de mieux coordonner les politiques monétaires de chaque pays membre mais également de mieux gérer les interactions de plus en plus étroites entre politique de change et politique monétaire.

2) Renforcer l'impact des politiques d'intervention sur le marché des changes décidées dans le cadre du Groupe des VII

L'objectif des interventions que le Fonds de Réserve Européen serait amené à effectuer sera de souligner, lorsque que cela sera possible et jugé souhaitable, la volonté des banques centrales d'agir de concert dans le contexte communautaire.

Dans leur mise en oeuvre, les interventions effectuées par le Fonds de Réserve Européen viendraient, dans une première étape, renforcer l'impact des opérations décidées en commun par les banques centrales, sans en augmenter nécessairement le volume. Ces interventions n'auraient donc pas d'incidence supplémentaire, directe ou indirecte, sur la politique monétaire interne des Etats membres. Il pourrait du reste être entendu que les interventions du F.R.E. n'auraient lieu qu'après accord unanime entre banques centrales participantes.

3) Créer une cellule d'analyse monétaire permanente

Pour continuer d'assumer son rôle stratégique dans la construction européenne, la politique monétaire doit s'appuyer sur une cellule commune d'étude des phénomènes monétaires. Dans ce domaine, l'organisation actuelle de la coopération peut encore être améliorée, non pour se substituer aux décisions nationales mais pour favoriser, dans un premier temps, l'harmonisation des concepts, des analyses et des instruments au service de la politique monétaire.

Il est bien entendu que ce n'est pas au niveau de la surveillance exercée par les experts que les décisions seront prises. Les choix politiques en ce domaine continueront d'être arrêtés individuellement par chaque banque centrale mais ils seront précédés et accompagnés d'analyses et de recommandations élaborées en commun. Cette étape revêt donc une grande importance pour favoriser une analyse cohérente des phénomènes monétaires et pour réaffirmer, à l'égard des marchés, la prééminence de l'objectif commun de la stabilité des prix.

4) Accroître le rôle du Comité des Gouverneurs

Dans cette perspective, le rôle du Comité des Gouverneurs devra être renforcé. Toutefois, pour que les Gouverneurs ne se limitent pas à des échanges de vues et puissent engager des discussions les amenant, éventuellement, à émettre des recommandations, ils devront disposer régulièrement de l'avis de leurs experts, non seulement sur les questions spécifiquement monétaires, mais, comme c'est déjà le cas chaque mois pour le marché des changes, sur tous les domaines agissant sur la conduite de la politique monétaire, notamment les évolutions conjoncturelles.

C'est dans cet esprit que ma proposition envisage la création d'un embryon institutionnel -le Fonds de Réserve Européen- qui offre l'avantage de réunir dans un cadre permanent des experts des politiques monétaires et de change des banques centrales concernées afin de fournir de façon régulière aux Gouverneurs, une analyse globale des évolutions monétaires. C'est là un aspect essentiel de la proposition : il convient en effet, dès le stade initial du processus, de créer un dispositif commun de réflexion entre banques centrales qui soit plus que la poursuite, voire l'approfondissement, d'une coopération entre Instituts d'Emission.

*

* *

II - ATTRIBUTIONS ET STRUCTURE DU FONDS DE RESERVE EUROPEEN

La constitution de ce Fonds suivrait les orientations suivantes :

- A. Il recevrait certaines fonctions sur le marché des changes et dans le domaine monétaire.
- B. Son organisation préfigurerait la structure de la Banque de Réserve Européenne.
- C. Sa création serait subordonnée à la réalisation de certaines conditions juridiques et institutionnelles.

A - Les attributions du F.R.E.

Dans un système monétaire international caractérisé par le flottement des principales monnaies de réserve, la dimension mondiale des marchés et une libre circulation des capitaux, les banques centrales qui ont la charge de maintenir leur monnaie à l'intérieur d'une bande de fluctuation doivent étroitement coopérer. Elles amélioreraient nettement l'impact de leurs interventions sur le marché des changes si, dans certaines circonstances, elles décidaient non seulement de se concerter mais également d'agir par l'intermédiaire d'un organisme commun. Des opérations effectuées par le F.R.E. auraient le mérite de renforcer l'effet de l'action des banques centrales tout en mettant en évidence, de façon permanente, les progrès visibles de la construction monétaire européenne.

Le F.R.E. recevrait les missions :

1. d'intervenir sur le marché des changes,
2. de reprendre à terme les attributions du FECOM,
3. de constituer progressivement un organe de surveillance des évolutions monétaires et des taux d'intérêt,
4. de préparer l'harmonisation des marchés monétaires nationaux afin de permettre la mise en place, par étapes successives, de la future Banque de Réserve Européenne.

1. Les interventions sur le marché des changes

a) Les domaines d'intervention

Il s'agirait en premier lieu d'interventions effectuées en monnaies tierces et qui seraient décidées d'un commun accord par les membres, afin d'éviter qu'une opération n'interfère avec la politique nationale suivie par l'un des pays participants.

Le rôle du F.R.E. serait d'intervenir directement sur les marchés, incarnant ainsi la cohésion des autorités monétaires dans une politique commune vis-à-vis des monnaies tierces. C'est dans ce domaine que le rôle du F.R.E. serait le plus directement perceptible et illustrerait la structure tripolaire du système monétaire international : Etats-Unis, Japon, Europe. Ce rôle s'exercerait bien entendu dans la ligne des orientations retenues dans le G VII.

En second lieu, le F.R.E. pourrait -avec l'accord des banques centrales concernées- intervenir en monnaies communautaires, intramarginalement ou aux cours limites, pour compléter l'action individuelle des banques centrales lorsque des tensions apparaissent dans le système et nécessitent l'affirmation visible de leur solidarité.

Il est clair que, dans la première étape, le rôle du F.R.E. en matière d'interventions ne serait que complémentaire des interventions concertées qui continueraient d'être effectuées par les différentes banques centrales. Mais le F.R.E. aurait l'avantage d'assurer une étroite coordination entre l'action individuelle des banques centrales et la politique d'ensemble des participants au Fonds.

Dans une deuxième étape -à franchir à l'unanimité- les banques centrales actionnaires pourraient décider d'accorder au F.R.E. une délégation de pouvoir lui permettant d'engager certaines opérations à son initiative propre, en conformité avec les lignes directrices définies par les Gouverneurs siégeant au Conseil d'Administration.

b) Les moyens d'interventions

Afin d'assumer le rôle qui lui est confié sur le marché des changes, le F.R.E. devrait disposer des réserves de change nécessaires pour affirmer vis-à-vis des marchés sa capacité d'intervention. Ces réserves seraient constituées :

- d'une dotation initiale, qui serait indépendante des apports actuels en or et en dollar auprès du FECOM et représenterait, par exemple dans un premier temps, 10 % des avoirs en or et 10 % des avoirs en devises de chacune des banques centrales participant au mécanisme de change européen. La dotation en devises serait versée en dollars ; il s'y ajouterait une contribution en monnaie nationale des participants, selon une formule à définir. Cette dotation serait effectuée à titre définitif (et non sous forme de swaps renouvelables comme c'est le cas du FECOM) ;

- de ressources supplémentaires sous forme de lignes de swaps avec la Federal Reserve Bank et éventuellement avec la Banque du Japon.

En contrepartie de leurs apports définitifs, les banques centrales recevraient des actions. La question se pose de savoir si les apports respectifs ne devraient pas faire l'objet d'un réajustement périodique.

Deux concepts sont possibles :

- d'une part, il pourrait être envisagé, comme c'est le cas actuellement dans le FECOM, de maintenir un pourcentage constant entre le montant des réserves des banques centrales actionnaires et leurs apports au F.R.E. Cette solution qui remet en cause le caractère définitif des apports initiaux s'avère complexe ;

- d'autre part, il pourrait être décidé de ne pas lier automatiquement le volume des avoirs du F.R.E. à l'évolution du niveau de réserves de ses actionnaires. Le caractère définitif de ces apports serait consacré par la décision de ne procéder à aucun réajustement périodique ; d'ailleurs le niveau relativement bas fixé aux apports initiaux des actionnaires devrait éviter qu'une banque centrale n'invoque une diminution de ses réserves pour réduire ses apports au F.R.E. et accroître ses propres moyens d'intervention.

c) La gestion des réserves

Le F.R.E. assurerait lui-même la gestion de ces réserves ce qui renforcerait encore, y compris dans l'esprit des marchés, le degré de coopération entre les banques centrales.

2. La reprise à terme des attributions du FECOM

Dans la perspective d'une coordination renforcée des politiques de change des membres du SME et pour des raisons de simplicité, l'organisme chargé de l'exécution des interventions ne paraît pas devoir rester durablement différent de celui qui, sur le plan communautaire, est chargé de gérer les avoirs en écus publics et les mécanismes de crédit communautaires.

Dans ces conditions, il conviendrait de consacrer dès maintenant la vocation du F.R.E. à reprendre les attributions du FECOM lorsque toutes les banques centrales de la C.E.E. auront adhéré au Fonds de Réserve Européen.

3. La surveillance monétaire

Parallèlement à la création d'un département des changes, le F.R.E. créerait un département monétaire chargé :

- d'analyser notamment l'évolution des taux d'intérêt, des agrégats monétaires et de la demande interne ;

- d'étayer ainsi sur le plan conceptuel et d'un point de vue communautaire la gestion concertée des taux de change et la coordination des politiques monétaires des différentes banques centrales participantes.

Cette étape pourrait s'accompagner de la création d'un comité de coordination des politiques monétaires qui définirait des instruments communs de surveillance, proposerait des objectifs harmonisés et passerait progressivement d'une analyse ex post à une approche ex ante du réglage des politiques monétaires.

Dans une seconde étape, on pourrait concevoir que le F.R.E. reçoive le pouvoir d'appuyer l'action des banques centrales sur leurs marchés monétaires respectifs en effectuant lui-même, avec des banques commerciales, des opérations de swaps pour des montants limités. Cet appui serait en tout état de cause marginal mais, en attendant une action plus structurée (cf. infra para.4), il pourrait amorcer un premier rôdage des fonctions opérationnelles dans le domaine monétaire.

4. L'harmonisation des marchés monétaires nationaux

Une troisième étape interviendrait lorsque l'harmonisation des données fondamentales présidant aux politiques monétaires et de change serait pratiquement achevée et que la coordination des politiques de régulation des demandes internes (notamment au plan budgétaire) serait devenue une réalité. Dès lors il serait possible de préparer utilement une harmonisation des instruments et des politiques d'intervention sur les marchés monétaires nationaux.

Tout au long de ces différentes étapes, le F.R.E. aurait mission de préparer l'avènement de la monnaie commune. A cet égard, des progrès concrets dans le développement de l'écu -sans préjuger de sa définition et de ses modalités d'émission futures- devront être réalisés tout au long du processus conduisant à la phase ultime de l'Union Economique et Monétaire.

* * *

B - Les modalités d'organisation

La structure du Fonds de Réserve Européen devrait clairement refléter les conditions qui président à sa mise en place, c'est-à-dire être suffisamment :

- flexible, pour s'adapter à l'évolution de ses attributions comme à l'adhésion progressive de tous les membres de la C.E.E. à sa fonction opérationnelle ;
- ambitieuse, pour préfigurer les grandes lignes d'une future Banque de Réserve Européenne.

Ses responsables devraient aussi bénéficier de la continuité nécessaire à l'efficacité de leur action.

.../...

L'organisation du F.R.E. reposerait sur un principe de collégialité et de consensus qui garantirait la cohérence de ses opérations avec celles que les banques centrales continueraient de mener individuellement, ce qui implique notamment une participation active à toutes les concertations.

Les quelques principes énoncés ci-après n'ont pas pour but de définir toutes les modalités de fonctionnement du F.R.E. qui devront faire l'objet de discussions appropriées.

1. Eligibilité

Toutes les banques centrales de la C.E.E. pourraient devenir membres du F.R.E.. Toutefois, leur adhésion serait subordonnée :

- à la mise en commun d'une partie de leurs réserves,
- à la participation au mécanisme de change, dans la mesure où l'appartenance au SME impose des contraintes spécifiques sur la politique monétaire et les interventions de changes qui toutes deux nécessitent une approche commune des banques centrales concernées.

2. Direction

Préfiguration de l'organisation future de la Banque de Réserve Européenne, la Direction du F.R.E. s'articulerait en :

a) Un Conseil d'Administration : il serait composé es qualité des Gouverneurs de chaque banque centrale participant au F.R.E.. Sa présidence, d'une durée de deux ans par exemple, serait assurée à tour de rôle par l'un de ses membres. Le Conseil d'Administration déciderait de l'organisation et de l'administration du F.R.E., il en arrêterait les comptes et déterminerait l'affectation des résultats.

Les résultats d'exploitation du F.R.E. proviendraient du placement des réserves de changes. Le compte d'exploitation supporterait les coûts de fonctionnement du Fonds et le solde -après constitution éventuellement de provisions- serait réparti entre les actionnaires, au prorata de leurs apports.

b) Un Directoire

Compte tenu de la spécificité de ses attributions et du rôle qu'il serait amené à jouer directement sur les marchés, le F.R.E. disposerait d'un Directoire permanent dont les membres seraient désignés uniquement en fonction de leur compétence par le Comité des Gouverneurs.

Ce Directoire serait restreint et composé de 3 ou 4 personnes qui auraient la responsabilité directe des différents départements du F.R.E..

c) Deux Comités seraient chargés de suivre les domaines des changes et de la politique monétaire. Inspirées du "Federal Open Market Committee" aux Etats-Unis, ces instances auraient à rendre compte régulièrement au Comité des Gouverneurs et, dans le cadre d'une surveillance plus active, formuleraient des recommandations d'action.

Les membres de ces deux Comités (un Comité des Changes et un Comité de Politique Monétaire) seraient désignés par le Comité des Gouverneurs parmi ses membres et ceux du Directoire du F.R.E., avec la possibilité d'y associer une ou deux personnalités extérieures. La durée de leur mandat devrait être suffisante pour assurer la continuité de leur action (cinq ans minimum).

3. Structure interne

Dans sa structure initiale, le F.R.E. comprendrait un département "Change et Gestion des Réserves" et un département de "Politique Monétaire" qui nécessiteraient un effectif permanent.

Ultérieurement, cette structure serait adaptée pour absorber les attributions du FECOM ainsi que d'autres fonctions qui pourraient être décidées par les autorités monétaires.

4. Localisation

La localisation du F.R.E. pose évidemment un problème difficile qui relève du choix politique. Avant qu'il ne soit réglé, on pourrait envisager de confier la gestion du F.R.E. d'une manière tournante à chacun des membres. Une telle organisation aurait cependant un effet d'affichage amoindri et se heurterait à des obstacles opérationnels très sérieux.

Une autre solution consisterait, dans un premier temps, à implanter provisoirement le F.R.E. à Bâle où fonctionnent déjà le Secrétariat du Comité des Gouverneurs et le FECOM.

* * *

C - Conditions juridiques de la création d'un Fonds de Réserve Européen

Il semble, en première analyse, que l'institution d'un Fonds de Réserve Européen doive avoir pour fondement juridique les dispositions de l'article 102 A du Traité instituant la C.E.E., qui ont été introduites par l'Acte Unique Européen en juillet 1987. La création d'un nouvel organisme à vocation monétaire -et son corollaire la suppression du Fonds Européen de Coopération Monétaire (FECOM)- s'analysent en effet comme "des modifications institutionnelles" et, à ce titre, requièrent, conformément à l'article 102 A précité, la procédure de révision du Traité prévue par l'article 236.

La procédure en cause impliquerait, outre la consultation du Parlement européen et de la Commission :

- la réunion d'une conférence des représentants des gouvernements des Etats membres, dont les décisions sont prises "d'un commun accord",

- la ratification des amendements proposés par tous les états membres "en conformité de leurs règles constitutionnelles respectives", disposition qui implique en principe, bien que ce point ne soit pas mentionné explicitement dans l'article 236, l'approbation des amendements sus-mentionnés par les Parlements nationaux (1).

En tout état de cause il apparaîtrait souhaitable de soumettre à ratification des Parlements un texte qui permette juridiquement d'aller jusqu'au terme du processus d'intégration monétaire. Autrement dit, le texte devrait non seulement concerner les premières étapes esquissées dans la présente note, mais également les étapes subséquentes conduisant à l'Union Economique et Monétaire et à une Banque de Réserve Européenne. Il serait entendu que le franchissement de chacune des différentes étapes devra faire l'objet d'un accord préalable des Etats membres.

Une des questions importantes qui devront être traitées concernera les rapports entre la Banque de Réserve Européenne et les autorités politiques qui ont pour rôle de définir, notamment, les parités de change et les grandes orientations de politique économique de la Communauté. A cet égard, le rôle du Conseil des Ministres de la Communauté paraît devoir être déterminant.

(1) La procédure de l'article 236 a été mise en oeuvre en 1986 pour l'adoption de l'Acte Unique Européen.

FIRST STAGES TOWARDS THE CREATION OF A EUROPEAN RESERVE BANK

The creation of a European Reserve Fund

Obviously, the economic and monetary construction of Europe will not be achieved in a single stage, although much has been secured already. This construction calls for a pragmatic approach, centred around the gradual fulfilment of the final objective ultimately chosen.

The purpose of this note is to sketch out some ideas on the nature and pace of possible initial steps that could lead ultimately to Economic and Monetary Union.

To come through the different phases, monetary authorities will need a clear vision:

- not only of the medium-term direction towards which they should be channelling their initiatives in the monetary sphere;
- but also of the daily implementation of the policies they are responsible for framing and co-ordinating.

With a view to giving more practical and more visible form to their co-operation on exchange rate and interest rate management, the gradual construction of a permanent body to act and reflect together would be a highly significant step forward. There would be three advantages to this:

- it would demonstrate politically, and to the markets, the determination of the governments to progress more actively towards Economic and Monetary Union;
- it would rapidly create effective means, on the eve of the opening of the single European market and in a spirit of co-operation with the other currency zones, to ensure with more efficiency the smooth functioning of the markets;
- it would enhance the efficiency of central banks' monetary management both at internal and European levels.

The ERF would be built up progressively. Its powers would depend on progress towards the construction of Europe and on the responsibilities

that the Member States would be prepared to devolve upon it. Its immediate creation - first step towards a European Reserve Bank - would produce a hard core around which more ambitious functions could gradually aggregate, the final stage being the realisation of an Economic and Monetary Union.

I. THE SPIRIT OF THE PROPOSAL TO CREATE A EUROPEAN RESERVE FUND

The proposal is inspired by four leading ideas.

1. Initiating a training ground process

The creation of a European Reserve Fund aims at promoting common reflection and approach with regard to monetary issues in a framework which would allow permanent information exchanges, regular comparison between analyses and deeper knowledge of short-term economic developments and policies implemented in individual countries.

The target is to initiate a training ground process allowing individual member countries to improve not only the co-ordination of their monetary policies but also the management of the increasingly growing interaction between exchange rate and monetary policies.

2. Strengthening the impact of intervention policies in the foreign exchange markets as designed within the Group of Seven

The aim of intervention, that the European Reserve Fund would be led to make, will be to underline as far as possible and considered useful central banks' will to act on a co-ordinated basis within the EC framework.

In its implementation, intervention by the European Reserve Fund would, in a first phase, strengthen the impact of operations agreed in common by central banks, without necessarily increasing their volume. Such intervention would thus have no additional effect, either directly or indirectly, on internal monetary policies of member states. As a matter of fact, it could be agreed that the E.R.F.'s intervention should only take place after unanimous agreement has been reached between central banks of member countries.

3. Creating a permanent think-tank on monetary analysis

In order to continue to play its strategic role in the construction of Europe, monetary policy must rely on a common think-tank on monetary developments. In this area, the current framework of co-operation may be

further improved, not as a substitute for national decision-taking, but in order to harmonise, in a first phase, concepts, analyses as well as instruments available for monetary policy.

Obviously, decisions are not to be reached at the level of the experts in charge of such a surveillance. Policy choices in this area will still be made by individual Central Banks, but, prior and parallel to these decisions, analyses and recommendations will be made in common. This phase is therefore of a major significance in order to promote a consistent analysis of monetary developments and to reassert to the markets the highest priority given to the common objective of price stability.

4 Increasing the role of the Committee of Governors

With such views, the role of the Committee of Governors will have to be strengthened. However, in order to ensure that Governors do not limit themselves to exchange views, but can open discussions which might result in recommendations, regular advices of their experts will have to be made available to them, not only with regard specifically to monetary issues, but also, as already arranged each month for the foreign exchange market, with regard to any matter influencing monetary policy implementation, including short-term economic developments.

It is thus in this spirit that my proposal calls for the creation of an institutional embryo, i.e. the European Reserve Fund, which has the advantage of gathering within a permanent framework monetary and foreign exchange policy experts of participating central banks in order to make available to the Governors regular and global assessments of monetary developments. This is one major aspect of the proposal, as it is indeed necessary, from the initial phase of the process, to create between central banks a common thinking framework which goes beyond the continuation or even a deepening of co-operation between central banks.

*

* *

II. FUNCTIONS AND STRUCTURE OF THE EUROPEAN RESERVE FUND

This Fund could be built up according to the following scheme:

- A. It would receive certain functions in the foreign exchange and in the monetary sphere;
- B. Its organisation would foreshadow the structure of a European Reserve Bank;
- C. It would have to fulfil certain legal and institutional conditions.

A. The functions of the ERF

In an international monetary system in which main reserve currencies are floating, markets are worldwide and capital moves freely, close co-operation is required among central banks responsible for keeping their currency within fluctuation margins. Central banks would significantly enhance the impact of their foreign exchange interventions if, under certain circumstances, they were to decide not only to consult among themselves, but also to act through the agency of a common body. Operations conducted through the ERF would have the advantage of reinforcing the effect of central bank action while permanently focusing attention on visible progress towards the construction of a European monetary union.

The ERF's functions would include:

1. intervening in the foreign exchange market;
2. ultimately taking over the powers of the EMCF;
3. progressively setting up a body to exercise surveillance over monetary and interest rate trends;
4. preparing a harmonisation of national money markets in order to put into place, in successive stages, the institution of a European Reserve Bank.

1. Intervention in the foreign exchange market

(a) Areas of intervention

In the first place, this would concern interventions in third currencies which would be agreed in common by members, thus preventing any operation from hindering the domestic policy followed by any given country.

The role of the ERF would be to intervene directly in the markets, thus embodying the cohesion of the monetary authorities in pursuing a

common policy towards third currencies. It is here that the role of the ERF would be most directly perceptible and would illustrate the tripolar structure of the international monetary system: the United States, Japan and Europe. This role would of course be exercised in line with the broad thrust of G7 orientations.

Secondly, the ERF could intervene in Community currencies - with the agreement of the central banks concerned - either intramarginally or at the limits, in order to supplement individual action by central banks when strains appear in the system and require visible affirmation of solidarity.

Obviously in a first phase, the ERF's role with regard to intervention would be a complementary one, while there would continue to be concerted intervention by the different central banks. But the ERF would have the advantage of ensuring close co-ordination between the individual actions of the central banks and the overall policy of participants in the Fund.

In a second phase - to be agreed upon unanimously - the shareholding central banks could decide to hand over to the ERF the power to undertake certain operations on its own initiative in compliance with the guidelines set by the Governors on the Board of Directors.

(b) Means of intervention

In order to play the role assigned to it in the foreign exchange markets, the ERF would require sufficient currency reserves to enable it to assert vis-à-vis the markets its capacity for intervening. These reserves would consist of:

- an initial endowment, which would be independent of current contributions in gold and dollars to the EMCF and would represent, for example, initially 10% of the gold holdings and 10% of the foreign currency holdings of each of the central banks participating in the European Exchange Rate Mechanism. The currency stock would be paid in dollars; there would be an additional contribution by participants in their national currency, based on a formula to be defined. This endowment would be made definitively (and not in the form of renewable swaps as is the case with the EMCF);
- additional resources in the form of swap lines with the Federal Reserve Bank and, possibly, with the Bank of Japan.

As a counterpart to their final contributions, central banks would receive shares. The question arises whether contributions of individual central banks should be periodically readjusted.

There are two possible approaches:

- on the one hand, it could be considered, as is the case with the EMCF, to maintain a fixed relation in percentage between the amount of reserves held by the shareholding central banks and their contributions to the ERF. Such a solution which calls in question the final character of initial contributions turns out to be rather complex;
- on the other hand, it could be decided not to establish an automatic link between the volume of ERF's assets and the amount of reserves held by its shareholders. The final character of the contributions would be confirmed by the decision to renounce any periodical readjustment; as it is, the relatively low level set in the proposal for shareholders' initial contributions should prevent any central bank from putting forward a decrease in its reserves in order to reduce its contribution to the ERF and to strengthen its own means of intervention.

(c) Management of reserves

The ERF would manage these reserves itself, thereby further reinforcing - including in the view of the markets - the degree of co-operation between central banks.

2. Subsequent taking over of the powers of the EMCF

In working towards greater exchange rate policy co-ordination among the members of the EMS, and for reasons of simplicity, the body responsible for carrying out interventions probably ought not to remain permanently separate from the one responsible within the Community for managing the holdings of public Ecus and the Community credit mechanisms.

Consequently, it would be appropriate to give immediate acknowledgement to the intention that the ERF should ultimately assume the powers of the EMCF once all the EEC's central banks have joined the European Reserve Fund.

3. Monetary surveillance

Alongside the creation of a foreign exchange department, the ERF would set up a monetary policy department responsible for:

- analysing in particular interest rate trends, monetary aggregates and domestic demand;
- thereby underpinning from both a conceptual and a community point of view the concerted management of exchange rates and the co-ordination of monetary policies among the different participating central banks.

This phase could go hand in hand with the creation of a monetary policy co-ordinating committee, which would define common surveillance instruments, propose harmonised objectives, and would progressively graduate from an ex post analysis to an ex ante approach to monetary policy adjustment.

In a second phase, one could envisage vesting in the ERF powers to act in support of central banks' actions in their respective money markets, by engaging itself in swap operations for limited amounts, with commercial banks. Such supporting action would in any case be marginal, but pending more structured action (cf. para. 4 below) it could be a first step towards operational functions in the monetary field.

4. Harmonisation of national money markets

A third phase would occur once harmonisation of the fundamentals of monetary and exchange rate policies would be practically completed and co-ordination of domestic demand adjustment (in fiscal terms notably) would be an accomplished fact. It would then be possible to work profitably towards harmonising the instruments and policies of intervention in national money markets.

All along these different stages, the ERF would be assigned to prepare the coming of a common currency. In this regard, effective progress in the development of the ECU - without prejudging its future definition and issuing process - should be secured alongside the process leading to the ultimate phase of the Economic and Monetary Union.

*

* *

B. Organisational arrangements

The structure of the European Reserve Fund should clearly reflect the conditions prevailing at the time of its creation, in other words it should be sufficiently:

- flexible, so as to adapt to changes in its powers and to the gradual adhesion of all the members of the EEC to its operational function;
- ambitious, so as to foreshadow the broad outlines of a future European Reserve Bank.

Its officials should also be assured of the continuity they need in order to operate effectively.

The organisation of the ERF would be based on a collegiate and consensus principle, guaranteeing that its operations are coherent with those that the central banks will continue to perform individually, which implies notably active participation in all the concertations.

The few above principles are not intended to define the ERF's operating procedures in full, which should be dealt with by appropriate discussions.

1. Eligibility

All the EEC's central banks would be eligible to join the ERF. However, membership would be subject to:

- the pooling of a portion of their reserves;
- participation in the exchange rate mechanism, the reason being that the EMS implies specific constraints on monetary policy and foreign exchange interventions, both of which require a common approach of the central banks concerned.

2. Management

Foreshadowing the future organisation of a European Reserve Bank the management of the ERF would consist of:

(a) **A Board of Directors:** this would comprise, ex officio, the Governors of each central bank participating in the ERF. The Chairmanship would rotate, every two years for example, among each of its members. The Board of Directors would decide on the organisation and administration of

the ERF, would approve the accounts and decide on the appropriation of results.

The ERF's operating income would result from the investment of exchange reserves. The ERF's income statement would take the operating costs of the Fund into account and the net income - possibly after allowing for provisions - would be allocated among shareholders in proportion to their contributions.

(b) **An Executive Committee**

Owing to the specific nature of its powers and to the role that it would eventually play directly in the markets, the ERF would have a permanent Executive Committee whose members would be selected by the Committee of Governors on the basis of competence.

This Executive Committee would be of a small size, consisting of three or four members who would have direct responsibility for the different departments of the ERF.

(c) **Two committees** would be given the task of supervising the currency and monetary policy spheres. These organs, inspired by the "US Federal Open Market Committee", would report regularly to the Committee of Governors and, in the framework of a more active "monitoring", would recommend appropriate action.

The members of these two committees (a Foreign Exchange Committee and a Monetary Policy Committee) would be appointed by the Committee of Governors from among its own members and those of the Executive Committee of the ERF, with the possibility of co-opting one or two outside personalities. Their term of office should be long enough to ensure continuity of action (five years minimum).

3. Internal organisation

Initially, the ERF would comprise a Foreign Exchange and Reserves Management Department and a Monetary Policy Department, which would both require a permanent staff.

Subsequently, its structure would be modified in order to incorporate the powers of the EMCF or other functions, when decided by the monetary authorities.

4. Location

The question of where to locate the ERF is obviously a difficult one and should be treated as a political matter. Before reaching a decision, it might be worth considering entrusting the management of the ERF to each of its members in turn. However, this kind of organisation would diminish the public impact of the Fund and would encounter very serious operational obstacles.

Another solution, initially, could be to locate the ERF temporarily in Basle, where the Secretariat of the Committee of Governors and the EMCF are already located.

C. Legal conditions for the creation of a European Reserve Fund

It appears, at first sight, as if the legal foundation of the institution of a European Reserve Fund would have to be the provisions of Article 102 A of the EEC's founding Treaty, which were introduced by the Single European Act in July 1987. This is because the creation of a new organisation with monetary purposes - and its corollary, the abolition of the European Monetary Co-operation Fund (EMCF) - may be regarded as "institutional modifications" and therefore require, according to aforementioned Article 102 A, the Treaty review procedure provided for under Article 236.

The procedure in question would entail, in addition to consultation of the European Parliament and the Commission:

- the calling of a conference of representatives of the Governments of Member States, whose decisions are taken "by common agreement";
- ratification of the proposed amendments by all Member States "in keeping with their respective constitutional rules". In principle, this provision implies - although there is no explicit mention of this point in Article 236 - approval of the aforementioned amendments by the national Parliaments.*

Presumably it would be desirable to secure Parliamentary ratification of a document that would lay the legal foundations for carrying the process

* The Article 236 procedure was used in 1986 for the adoption of the Single European Act.

of monetary integration through to its conclusion. In other words, the document should provide not only for the initial steps sketched out in this note, but also for the subsequent stages leading to economic and monetary union and to a European Reserve Bank. It would be made clear that each stage would require the prior consent of the Member States.

One of the important questions that should be dealt with will refer to the relationships between the European Reserve Bank and the political authorities in charge of the definition of the exchange parities and the main orientations of the economic policy of the Community. In this regard, the role of the Council of Ministry appears to have to be determining.