

PROCES-VERBAL DE LA 176e SEANCE *
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 MAI 1983 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de France et Président du Comité, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort, Waitzenegger et Granet; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Michielsen; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke et Kloft; le Vice-Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par M. Papanicolaou; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Magnifico et Saccomani; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, de Boer et Brockmeijer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; M. Emerson, Directeur à la Commission des Communautés européennes; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assistent en outre MM. Raymond et Dalgaard, Présidents de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 175e séance

Le Président indique que le Secrétariat suggère de ne pas approuver le procès-verbal de la 175e séance formellement dès aujourd'hui afin de laisser aux membres du Comité quelques jours supplémentaires pour faire connaître leurs remarques éventuelles; il propose donc, comme cela a déjà

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 13 juin 1983, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

été fait dans le passé, que le procès-verbal soit considéré comme approuvé dans une semaine, c'est-à-dire le 17 mai, étant entendu que les amendements transmis au Secrétariat jusqu'à cette date seront incorporés, comme d'habitude, dans le texte définitif.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire:

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois d'avril et des premiers jours de mai 1983;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

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

M. Lefort indique que les Suppléants ont approuvé le texte du projet de rapport "concertation" et qu'ils ont souligné quelques développements intervenus en avril et au début de mai, en particulier:

1. Le reflux important de capitaux qui traduit d'une part l'inversion des termes de paiement après le réalignement du 21 mars, d'autre part des mouvements induits par les différentiels de taux d'intérêt qui existent non seulement vis-à-vis des Etats-Unis, où les taux sont restés relativement élevés, mais également au sein du SME, où les écarts entre les taux à court terme sont dans certains cas importants.

2. Les modifications intervenues dans les taux d'intérêt officiels aux Pays-Bas et en Belgique.

Aux Pays-Bas, le relèvement de un point des taux officiels a fait suite à une succession de baisses depuis plus d'un an. La politique monétaire a obéi à une double préoccupation: décourager des sorties de capitaux sans pour autant susciter des tensions sur le marché monétaire.

En Belgique, la baisse de un demi-point des taux officiels répond à la situation économique interne, alors que le franc belge paraît bénéficier d'un regain de confiance.

Le Président observe que les remarques des Suppléants pourront être prises en considération à l'occasion de l'examen du rapport du groupe d'experts présidé par M. Raymond.

III. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE sur la base:

- du Rapport No 22 établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond;
- de la série mensuelle de statistiques.

A. Exposé de M. Raymond

M. Raymond indique tout d'abord que le Rapport No 22 fait état d'une amélioration d'ensemble des conditions économiques et monétaires dans la CEE, principalement localisée dans quelques pays membres; cette amélioration n'ayant pas été toutefois accompagnée de progrès suffisants dans la convergence, des tensions répétées se sont produites au sein du SME; il expose ensuite les éléments essentiels du rapport sous les titres ci-après.

1. Conjoncture économique

Cinq idées principales caractérisent l'évolution économique depuis l'automne 1982:

- des progrès sensibles en matière d'inflation avec néanmoins quelques exceptions,
- une évolution divergente des paiements courants, certains pays comme la France et le Danemark enregistrant une détérioration alors que d'autres connaissent une amélioration,
- un sentiment que le creux de l'affaiblissement général de l'activité à été atteint, le climat des affaires tendant à s'améliorer spécialement en Allemagne et au Royaume-Uni,
- une vigilance générale des autorités, soit pour éviter une résurgence de l'inflation, soit pour réduire les déséquilibres existants,
- une incertitude sur les prévisions pour la fin de 1983 en ce qui concerne la reprise aux Etats-Unis (sa force et sa durée), les taux d'intérêt sur le dollar et les prix du pétrole.

2. Dosage des politiques (Policy mix)

Les résultats en matière de budget ont été décevants en 1982, sauf au Royaume-Uni, et ont été marqués par une détérioration, largement conjoncturelle, par rapport aux prévisions, et par l'absence, sauf peut-être

en Allemagne, d'une réduction du déficit structurel. L'effort d'endiguement des dépenses et des déficits publics se poursuivra en 1983 mais avec des résultats modestes. La politique monétaire n'est donc guère aidée par la politique budgétaire.

L'évolution des salaires a été plus satisfaisante: les hausses nominales ont fléchi avec cependant une certaine reconstitution des gains de pouvoir d'achat, fin 1982, grâce au ralentissement de la hausse des prix.

L'endettement extérieur et notamment les emprunts organisés ont continué de jouer un rôle très actif dans plusieurs pays, dépassant parfois les déficits des paiements courants en raison de la détérioration soudaine des flux de capitaux spontanés. Cette évolution présente les risques bien connus d'affadissement de la régulation monétaire, de cumul de dettes extérieures considérables, de dégradation des paiements courants par le service de la dette, et d'acceptation de facto, dans certains pays, du caractère quasi structurel des déficits extérieurs.

3. Politiques monétaires

La tendance générale à un assouplissement modéré observée en 1982 soit était conforme aux objectifs pour certains pays, soit ressort des indicateurs complémentaires dans les pays où les objectifs qui ont été atteints étaient jugés plutôt restrictifs. En effet, dans ces pays, le taux de liquidité a été souvent plus élevé que prévu, la croissance du crédit interne a été excessive et les taux d'intérêt nominaux ont fléchi; les taux réels se sont toutefois plutôt renforcés en raison de la baisse des taux d'inflation.

Les divergences observées en 1982 dans les résultats en termes de prix et d'échanges extérieurs auraient appelé non une tendance uniforme au relâchement, mais une modulation selon les situations nationales. Une telle approche paraît mieux perçue en 1983 et déjà appliquée; cela signifie que les pays qui n'ont pas encore réalisé leur ajustement ne peuvent pas se permettre dès maintenant d'encourager par la politique monétaire la reprise de la croissance, alors que les autres pays ont déjà entamé ce mouvement.

4. Evolution au sein du SME

Si on laisse de côté les échéances politiques que le marché ne néglige pas, la stabilité du SME a été minée par la prolongation des écarts dans les résultats macro-économiques et par un certain manque de coordination des politiques macro-économiques. Les opérateurs n'ont pas été impressionnés par les mesures correctives prises vers la fin de 1982 et au début de 1983 dans les pays à monnaie faible, mesures qui n'ont pas empêché que l'augmentation du crédit interne compense l'effet déflationniste des interventions. D'une façon générale, le marché tend, à chaque réaligement, à anticiper la date du suivant. A propos de l'utilité et de la crédibilité du SME, le groupe ne peut que répéter les considérations qu'il a déjà présentées dans son Rapport No 20 en avril 1982.

M. Raymond termine la présentation du Rapport No 22 en indiquant qu'en plus des deux annexes habituelles sur les agrégats monétaires et sur l'endettement extérieur, une annexe nouvelle sur les taux d'intérêt a été ajoutée pour répondre au souhait exprimé par les Gouverneurs. Ce document souligne en particulier:

- l'abaissement progressif mais très sensible des taux d'intervention officiels sur le marché monétaire,
- le recul prononcé des taux à court terme de juillet 1982 à mars 1983 dans un grand nombre de pays,
- le déclin plus modéré des taux nominaux à long terme en raison des besoins d'emprunt considérables du secteur public,
- le meilleur échelonnement des taux selon les échéances,
- le niveau encore élevé des taux d'intérêt réels dans nombre de pays, sauf peut-être en Allemagne où les taux paraissent avoir retrouvé leur niveau de longue période.

B. Exposé de M. Lefort

Les Suppléants ont souhaité attirer l'attention des Gouverneurs sur trois thèmes principaux du rapport.

1. Le premier thème concerne les modifications des politiques monétaires face à la spéculation, qui ont été trop tardives ou insuffisantes pour changer les anticipations du marché au cours de la période

précédant le dernier réalignement. Les interventions de soutien des monnaies faibles ont été trop largement compensées par une expansion du crédit interne, ce qui tend à perpétuer le déséquilibre extérieur.

2. Le deuxième thème a trait à l'assouplissement des politiques monétaires, notamment dans le domaine des taux d'intérêt. Certains Suppléants ont fait ressortir que les taux d'intérêt réels demeuraient élevés malgré une forte baisse des taux d'intérêt nominaux (par exemple au Danemark). Il est apparu qu'en Allemagne les autorités acceptent un dépassement temporaire des objectifs quantitatifs. Toutefois, elles considèrent que ce dépassement ne saurait se poursuivre au-delà de certaines limites. La légère tension intervenue récemment sur le marché monétaire allemand montre d'ailleurs que la banque centrale reste attentive à l'évolution de la liquidité et se réserve de reconsidérer l'orientation de sa politique monétaire d'ici l'automne.

3. Le troisième thème porte sur la crédibilité du SME. Sur ce point, les Suppléants partagent les vues exprimées dans le Rapport No 22, à savoir que la fréquence et l'ampleur des réalignements ne pourront être sensiblement réduites que grâce à une meilleure convergence des résultats des politiques économiques poursuivies par les pays membres.

C. Discussion du Comité

M. Godeaux rappelle que, lorsque le franc belge a subi de fortes pressions en février et début mars, le relèvement massif de 2,5% des taux officiels a eu un effet quasiment nul sur les marchés, étant donné la vigueur des attentes d'un réalignement. La spéculation n'a pu être légèrement calmée que grâce à l'imposition d'un taux pénalisateur sur les avances en comptes convertibles qui a été opérée à l'appui du contrôle des changes et en renforçant ce dernier. Dès que la situation s'est détendue, après le réalignement, la Banque Nationale a abaissé ses taux; la nouvelle baisse d'un demi-pour cent, début mai, vise à recréer une marge de manoeuvre au cas où de nouvelles tensions se produiraient, et à contribuer à la politique générale de réduction des coûts de production.

Sur le plan quantitatif, le financement monétaire du Trésor belge, assuré par la Banque Nationale soit directement, soit en rachetant

les devises que le Trésor emprunte à l'étranger, annule en partie l'effet restrictif du déficit de la balance des paiements et des interventions de soutien sur le marché des changes. Toutefois, l'évolution des agrégats monétaires en Belgique montre que, dans l'ensemble, il n'y a pas de véritable dérapage; d'autre part, il serait difficile, pour ne pas dire impossible, compte tenu de la structure des dépenses publiques, de contraindre le gouvernement, par la politique monétaire, à abaisser plus rapidement qu'il ne le fait le niveau des dépenses budgétaires. En outre, le refus de créer la monnaie correspondant au financement monétaire du Trésor conduirait à un renchérissement considérable des taux d'intérêt et à un effet d'éviction des investissements industriels bien faibles qui se font actuellement.

En réponse à une question de M. Lamfalussy sur l'ampleur des interventions de la Banque Nationale de Belgique pendant le premier trimestre de 1983 qui ont couvert beaucoup plus que le déficit des paiements courants, M. Godeaux précise que, compte tenu du reflux de devises après le réalignement, les sorties nettes durant les quatre premiers mois de 1983, au total FB 80 milliards, correspondent grosso modo au déficit courant enregistré pendant cette période. Toutefois, étant donné que d'après les prévisions celui-ci devait être de l'ordre de FB 70 à 80 milliards pour l'année entière, la Belgique ne devrait plus avoir de déficit courant durant le reste de 1983.

M. Ciampi indique qu'en Italie la politique monétaire est principalement influencée par les soldes à financer du secteur public dont le montant représente plus des deux-tiers du crédit à l'économie. Lorsque ce solde dépasse sensiblement les objectifs fixés, ce qui s'est produit en 1982 avec un dépassement de 50%, il est impossible de compenser ce dernier par une contraction des crédits octroyés aux secteurs productifs. Il s'en suit que l'orientation restrictive de la politique monétaire doit être jugée en observant les taux d'intérêt plutôt qu'en chiffrant l'expansion du crédit interne. Or, en 1981 et 1982, les taux d'intérêt ont augmenté en termes nominaux et encore plus en termes réels, sous l'effet de l'action de la Banca d'Italia qui a limité son financement du Trésor et a poussé celui-ci à s'approvisionner sur le marché. La banque centrale est donc très prudente à l'égard d'une

décru des taux d'intérêt, même si le rythme d'inflation, surtout au niveau des prix de gros, se ralentit depuis quelques mois.'

M. Ciampi ajoute que les prévisions de la balance des paiements courants de l'Italie pour 1983 font état d'un déficit relativement faible, de l'ordre de 1% du PNB, et que les résultats depuis le début de l'année montrent que les paiements courants ne sont pas éloignés de l'équilibre. Cette évolution favorable explique que les entreprises italiennes recourent moins aux marchés financiers internationaux.

M. Duisenberg fournit quelques indications au sujet de la hausse des taux officiels opérée aux Pays-Bas, le 3 mai. Les taux néerlandais avaient baissé très fortement et plus qu'en Allemagne par exemple. Le marché des changes a été surpris par la modification de la parité entre le deutsche mark et le florin effectuée à l'occasion du réaligement; les taux d'intérêt sur le marché monétaire ont immédiatement augmenté et les sorties de capitaux, traditionnelles après un réaligement se sont produites. Malgré l'assurance donnée par le gouvernement que le "décrochage" du florin était une décision prise une fois pour toutes et pour des raisons plus politiques qu'économiques, la remontée des taux d'intérêt a été très forte (2 points environ) et un sentiment d'incertitude s'est développé. La Nederlandsche Bank a estimé nécessaire de donner un signal d'une part en relevant d'un point ses taux, d'autre part en fournissant de la liquidité supplémentaire au marché monétaire. Celui-ci a bien réagi et les taux ont baissé de 6 à 5,5%. Il reste que les taux à court terme et à long terme sont encore élevés par rapport au rythme d'inflation annuel qui est tombé à 2,7% en avril 1983 et pourrait encore baisser au cours de l'année, même si l'ampleur du solde à financer au Trésor tend à maintenir ce niveau des taux relativement élevé. La banque centrale considère toutefois que, compte tenu de l'excédent de la balance des paiements courants et du succès en matière d'inflation, les taux d'intérêt néerlandais pourraient fléchir si une nouvelle décade des taux d'intérêt internationaux se produisait.

M. Duisenberg termine en soulignant la qualité du rapport des experts et en précisant qu'il peut souscrire aux conclusions qui y figurent.

M. Pöhl remercie tout d'abord M. Raymond et le groupe d'experts pour le rapport qui, comme d'habitude, est excellent; il présente ensuite quelques commentaires sur la situation en Allemagne. Les taux d'intérêt, sur le marché monétaire et sur le marché des capitaux, ont amorcé une remontée au cours des dernières semaines. Ce mouvement est certainement lié à la normalisation qui s'est produite au sein du SME après le réalignement. Les sorties de devises ont été plus importantes que les entrées d'avant le 21 mars, et il y a eu aussi des exportations de capitaux à long terme, tant publiques que privées, qui ont atteint près de DM 4 milliards en mars. Le léger raffermissement des taux d'intérêt allemands tient sans doute également au différentiel de taux d'intérêt avec le dollar ainsi qu'avec les monnaies du SME. Tant qu'au sein de ce dernier un réalignement n'est pas attendu, il est intéressant d'exploiter le différentiel. L'écart entre les taux d'intérêt américains et allemands ne se justifie plus par la différence du rythme d'inflation entre les deux pays et il faut croire que sans des restes d'anticipation de change favorables au deutsche mark, les taux d'intérêt sur cette monnaie seraient plus élevés.

L'évolution des agrégats monétaires semble aussi contribuer à la fermeté des taux d'intérêt allemands. En effet, la croissance de la monnaie de banque centrale est sensiblement supérieure à l'objectif et la Bundesbank est accusée de mener une politique trop laxiste. Le dépassement est toutefois imputable dans une large mesure à des facteurs spéciaux (entrées massives de devises consécutives aux interventions dans le SME, transfert de bénéfices de la banque centrale à l'Etat) et l'expansion monétaire devrait se ralentir au fil des mois pour rentrer à l'intérieur de la fourchette au quatrième trimestre, période de comparaison pour le respect de l'objectif quantitatif. Pour l'instant donc, il n'y a pas lieu de tirer des conclusions trop rapides ou prématurées. La Bundesbank s'est contentée de resserrer un peu la liquidité en réduisant de DM 5 milliards les contingents de réescompte; elle est attentive à une remontée des taux d'intérêt qui affecterait la reprise économique. Celle-ci semble devoir être supérieure à certaines prévisions: la croissance du PNB réel pourrait dépasser 1% en 1983, tandis que l'excédent des paiements courants pourrait être inférieur aux \$7 milliards qui sont annoncés par le FMI et les instituts de recherche économique.

M. Richardson met en relief le renversement qui s'est produit récemment au Royaume-Uni: alors qu'en mars le cours de la livre sterling fléchissait et l'expansion monétaire était faible, depuis lors, la livre s'est fortement raffermie et l'expansion monétaire s'est accélérée mais probablement à titre temporaire. La baisse du cours de change était excessive et a entraîné des interventions de soutien; le redressement, qui a permis de récupérer une bonne partie des réserves dépensées, a ramené la livre à un niveau plus conforme aux données fondamentales. L'accélération de la croissance des trois agrégats monétaires, et en particulier PSL2 (comparable à M2 harmonisé) qui font l'objet d'objectifs quantitatifs est due en partie à l'ampleur exceptionnelle du solde à financer du secteur public, les ministères et les collectivités locales se hâtant en effet de dépenser, avant la fin de l'exercice financier, leurs crédits non reconductibles. Si les besoins d'emprunt du secteur public devaient continuer à être élevés, une compensation devrait être trouvée dans un ralentissement de l'octroi des crédits bancaires au secteur privé; par ailleurs, la Bank of England s'efforce de favoriser la vente de titres de la dette d'Etat au secteur non bancaire.

L'opinion publique attend plutôt une baisse des taux d'intérêt qu'une remontée; plusieurs facteurs jouent toutefois dans des directions diverses: les "building societies" sont assez "illiquides" à l'heure actuelle et pourraient donc être amenées à relever leurs taux débiteurs et créditeurs; les craintes concernant l'expansion monétaire limitent la baisse des taux d'intérêt, notamment les taux de base des banques, les résultats et les perspectives en matière d'inflation sont bons, les signes d'une reprise économique se confirment.

M. Richardson conclut son intervention en exprimant ses compliments à M. Raymond et aux experts pour leur excellent travail et en revenant sur deux questions évoquées dans le rapport, d'une part le rôle de la politique budgétaire dans le niveau élevé des taux d'intérêt, d'autre part l'attitude des marchés financiers internationaux à l'égard de l'endettement extérieur de certains pays de la CEE.

M. Raymond précise qu'effectivement les experts considèrent que le besoin de financement élevé du secteur public est une cause de résistance des taux d'intérêt à long terme et explique le maintien de taux réels

relativement importants. Il est donc souhaitable de poursuivre les efforts de réduction des dépenses publiques, spécialement en ce qui concerne les déficits structurels, même si une meilleure activité économique améliorera automatiquement les finances publiques en augmentant les recettes et en diminuant certains transferts sociaux. S'agissant des réticences éventuelles du marché financier international à l'égard de certains pays emprunteurs de la CEE, les experts n'ont pas l'impression que des difficultés concrètes se soient déjà présentées mais elles risquent d'apparaître si les banques étaient rendues encore plus prudentes par des cas difficiles dans d'autres régions du monde.

A la suite de questions du Président sur les études ou calculs éventuellement en cours à la BRI ou dans d'autres organisations internationales concernant les notions de déficit et d'excédent structurels des budgets publics et leur impact sur l'activité économique, les réponses suivantes sont fournies.

M. Raymond précise que les notions de déficit structurel et conjoncturel ou de budget de plein emploi sont plus intuitives que statistiques et que les études entreprises par l'OCDE ne semblent pas encore avoir reçu l'aval de tous les pays membres.

M. Lamfalussy ajoute que la BRI n'a pas fait de calculs dans ce domaine parce que ces calculs se heurtent non seulement à des problèmes de mesure statistique mais aussi à des difficultés conceptuelles majeures. Les discussions récentes sur ce sujet à l'OCDE ont fait ressortir un accord quasi général pour dire qu'aux Etats-Unis il existe un déficit structurel élevé dont la part dans l'ensemble est croissante; en revanche, le jugement est beaucoup plus difficile pour les autres pays, le Royaume-Uni paraissant présenter peut-être un excédent budgétaire structurel.

M. Emerson fait part des travaux en cours à la Commission des Communautés européennes qui donnent peut-être plus d'attention à la correction pour l'inflation, en particulier dans l'évolution de la dette publique comme proportion du PIB. Il ajoute, s'agissant du fond des problèmes budgétaires, que ce sont les déficits nominaux qui sont restés constants dans les pays membres de la CEE. L'élément conjoncturel a augmenté mais l'élément structurel a eu tendance à baisser dans plusieurs pays où des mesures ont été prises depuis un certain temps, ce qui pourrait

permettre d'être un peu plus optimiste que le ton du rapport sur l'assainissement en cours des budgets publics.

M. Chalikias indique que des modifications assez importantes ont été introduites dans la politique monétaire en Grèce depuis 1982 et particulièrement au cours des dernières semaines. La politique a été rendue plus restrictive, ce qui peut se lire dans la nette décélération de l'expansion des agrégats monétaires aussi bien en définition étroite que large (M3 aurait progressé en taux annuel de 15% durant les quatre premiers mois de 1983 au lieu de 28,5% en 1982) et mieux encore dans les taux d'intérêt où des changements significatifs ont été apportés. En effet, la gamme des taux d'intérêt a été réduite par l'abolition de certains taux privilégiés. Ces corrections ont soutenu la balance des paiements qui s'était détériorée ces derniers mois; elles ont été accompagnées par l'utilisation plus poussée d'autres instruments de la politique monétaire, comme la suppression du refinancement auprès de la Banque de Grèce des crédits bancaires à taux privilégiés, l'introduction de coefficients de réserve obligatoire et l'imposition de taux de pénalisation sur les découverts auprès de la banque centrale. Tout ce dispositif a renforcé la régulation monétaire qui s'était relâchée et a rompu dans plusieurs domaines avec une pratique vieille de vingt-cinq ans. Si l'ampleur du déficit public continue d'affaiblir le contrôle monétaire, ce déficit en termes de PNB est toutefois en diminution par rapport au maximum atteint en 1981.

M. Ó Cofaigh exprime son appréciation pour l'excellent travail fait par M. Raymond et le groupe d'experts; il rappelle qu'une hausse importante des taux d'intérêt a dû être opérée en Irlande avant le réalignement alors que les progrès dans l'ajustement auraient pu permettre, au contraire, une baisse. En effet, le rythme d'inflation a chuté de 20% en 1981 à 17% en 1982 et à 11% au début de 1983, malgré une augmentation de la fiscalité indirecte. Après le réalignement, la hausse des taux d'intérêt a été en partie annulée tandis que le reflux de capitaux a été moins important qu'espéré. La décrue des taux d'intérêt devrait pouvoir néanmoins continuer pendant le reste de l'année si les conditions internes et externes s'y prêtent. La dette extérieure de l'Irlande est lourde et le service des intérêts représentera cette année environ la

moitié du déficit de la balance des paiements courants. Cette dette paraît cependant maîtrisable; sa composition est bien dosée et elle est essentiellement à long terme. Par ailleurs, des efforts ont été entrepris pour réduire le déficit courant, lequel ne pourrait que bénéficier d'une sensible diminution des taux d'intérêt internationaux.

M. Hoffmeyer indique qu'au Danemark comme dans la plupart des autres pays, l'évolution et les perspectives des principaux indicateurs sont bonnes (notamment une amélioration considérable de la balance des paiements est prévue) et la décreue des taux d'intérêt, jugée nécessaire, est plutôt favorisée. Il ajoute que la libération de mouvements de capitaux qui a été effectuée récemment au Danemark n'est pas étroitement en rapport avec le réaligement au sein du SME; il s'agit d'une opération qui avait été préparée depuis un an.

Le Président présente quelques commentaires sur l'évolution de la situation monétaire en France. Tout d'abord la situation des réserves de change analysée depuis le réaligement de juin 1982 montre que entre le 15 août 1982 - date à laquelle les pressions sur le franc français sont réapparues - et le 21 mars 1983 les sorties ont été de l'ordre de \$14 milliards dont la moitié environ a été récupérée entre le 21 mars et début mai 1983. Le solde négatif de \$7 milliards correspond à peu près au déficit de la balance des paiements courants de la France pendant cette période de 7 mois. On peut donc considérer que les grands reflux de capitaux sont maintenant terminés.

La Banque de France n'a pas utilisé l'arme des taux d'intérêt avant le réaligement car les anticipations d'une dévaluation du franc étaient telles que les relèvements des taux intérieurs auraient dû être considérables; ces taux n'ont donc pas été baissés après le réaligement et ils demeurent de l'ordre de 12,5%. L'expansion de la masse monétaire continue à se ralentir, après un taux annuel de 12% en 1982, inférieur à l'objectif, le taux annualisé actuel est d'environ 11,5%. Ces résultats font cependant l'objet de critiques du fait qu'ils n'ont été atteints qu'au prix d'une contraction monétaire du secteur étranger et d'une expansion très vive du crédit intérieur. Les autorités françaises sont parfaitement conscientes de cette situation mais un certain délai (18 mois

à 2 ans) est nécessaire pour redresser la balance des paiements. D'autre part, à l'objectif de +9% pour M2 en 1983 sont associées une progression du crédit intérieur de 10% et une contraction de 1% par l'extérieur. En 1982, ces chiffres étaient respectivement de 15% et de 3%, ce qui montre clairement que la France s'engage dans la voie qui lui est à juste titre conseillée de toute part, à savoir de faire porter tout l'effort de réduction de la croissance monétaire sur le crédit intérieur dont la baisse de la progression sera plus rapide que celle de M2.

Le Président termine son intervention:

- en informant le Comité que la demande d'emprunt communautaire évoquée par le gouvernement français lors du dernier réalignement vient d'être présentée formellement et sera examinée par le Comité monétaire à Paris le 11 mai 1983;
- en remerciant au nom du Comité M. Raymond et le groupe d'experts pour l'excellent document qu'ils ont établi.

IV. Examen et adoption d'un mandat d'étude concernant le SME sur la base d'un projet préparé par les Suppléants

M. Lefort présente le projet de mandat préparé par le Comité des Suppléants.

A la suite de la demande qui leur avait été faite lors de la séance du Comité des Gouverneurs d'avril, les Suppléants ont établi un projet de mandat relatif à l'expérience du fonctionnement du SME depuis sa création. Ce projet reflète un certain équilibre entre les positions des Suppléants qui souhaitent un élargissement du mandat et de ceux qui préféreraient une conception plus restrictive.

Les Suppléants ont formulé sur le projet de mandat les remarques suivantes.

- L'étude devrait être concentrée sur les aspects techniques et opérationnels du SME et donc privilégier une approche cambiaire plutôt qu'économique des problèmes examinés.
- Compte tenu de la préoccupation exprimée par certains Gouverneurs en avril dernier, l'étude devrait porter tout particulièrement

sur les divers moyens de rendre moins rémunératrices les opérations spéculatives qui ont pour effet de déstabiliser le système. A cet égard, une possibilité a été plus spécialement mentionnée, à savoir: l'élargissement des marges de fluctuation.

- En ce qui concerne l'organisation des travaux, les Suppléants suggèrent:

- . de confier les études préparatoires au groupe d'experts présidé par M. Dalgaard;
- . d'examiner eux-mêmes en septembre le résultat des travaux des experts, en vue de présenter un rapport aux Gouverneurs pour leur séance de novembre.

Le Président propose, en ce qui concerne le calendrier, que les Gouverneurs tiennent une première discussion à leur séance du 12 juillet, discussion qui pourrait se limiter aux questions des marges de fluctuation et des interventions intramarginales et qui pourrait se faire essentiellement sur la base d'un rapport oral des Suppléants.

Le Président constate l'accord du Comité:

- pour adopter le mandat d'étude tel qu'il a été établi par le Comité des Suppléants et pour le confier à ces derniers et au groupe d'experts présidé par M. Dalgaard;
- pour suivre la suggestion de calendrier qu'il a faite.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Problème de l'insertion de la livre sterling dans l'Ecu

Le Président rappelle que le Secrétaire d'Etat aux finances allemand a transmis le 25 avril aux Présidents du Comité monétaire et du Comité des Gouverneurs une proposition de remplacer dans la définition de la valeur de l'Ecu le cours de la livre sterling retenu lors du réaligement du 21 mars par celui observé sur le marché le 22 avril 1983. Il précise que la consultation des différentes banques centrales qu'il a entreprise immédiatement a fait ressortir:

- que la modification de la valeur de l'Ecu ne soulevait pas de difficultés techniques pour le fonctionnement du SME,

étant donné qu'en dehors de l'indicateur de divergence, le mécanisme de change n'était pas affecté et conservait en particulier les cours-pivots bilatéraux et les cours d'intervention obligatoire en vigueur depuis le 21 mars 1983;

- que certaines banques centrales souhaitaient qu'une telle mesure ne constitue pas un précédent renouvelable au gré de considérations extramonétaires en raison notamment des répercussions défavorables pour le statut et la crédibilité de l'Ecu.

Le Président ajoute que quelle que soit la décision qui sera prise par les Ministres, le Comité des Gouverneurs devrait, pour l'avenir, faire connaître son avis dans ce domaine. Les Gouverneurs ne peuvent que se féliciter de l'intention du Comité monétaire de faire une étude plus systématique de cette question du traitement de la livre sterling dans l'Ecu. Compte tenu du calendrier du Comité monétaire, les Gouverneurs pourraient revenir sur cette question à leur séance du 12 juillet sur la base d'une préparation faite par les Suppléants.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

Le Président rappelle que conformément à la tradition, en raison de l'Assemblée annuelle de la BRI, le Comité ne tiendra en juin qu'une courte séance destinée principalement à adopter les rapports mensuels habituels. Cette séance aura lieu à Bâle, le lundi 13 juin 1983 à 10 heures.

Le Président indique que Lord Richardson ne pourra pas participer à la séance du mois de juin et que c'est donc aujourd'hui la dernière fois que les Gouverneurs ont eu l'honneur de l'avoir parmi eux; il demande à M. Loehnis de bien vouloir transmettre à Lord Richardson à la fois les regrets des Gouverneurs qui vont perdre le bénéfice de sa compétence et de son expérience et également leurs vœux pour la poursuite d'une fructueuse activité professionnelle après le mois de juillet et pour sa présence renouvelée à Bâle.

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

AVRIL 1983

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation* ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois d'avril et les premiers jours de mai 1983.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Trois éléments marquants ont influencé les marchés de change en avril:

- le reflux de capitaux consécutif au réalignement du 21 mars 1983 s'est poursuivi et n'a pas affecté que les monnaies communautaires;
- la correction enregistrée par rapport aux tendances précédentes sur l'évolution comparée des taux d'intérêt n'a que modérément réduit le différentiel favorable au dollar;
- une stabilisation des prix du pétrole est intervenue après la baisse modérée des tarifs britanniques.

Par rapport à la plupart des autres monnaies, le dollar des Etats-Unis a varié dans des limites assez étroites. La demande commerciale régulière de dollars a reflété partiellement le fait que les achats des monnaies du SME jugées précédemment candidates pour une réévaluation lors d'un réalignement avaient déjà été couverts dans le

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

marché à terme. En outre, les capitaux ont continué d'être attirés vers les placements en dollars par suite des taux d'intérêt relativement élevés, des perspectives de gains en capital rapides et du caractère de monnaie refuge de la monnaie américaine mis en évidence dans le passé récent. Sur l'ensemble du mois, le dollar a progressé, en moyenne, de 1,3% vis-à-vis des monnaies participant au mécanisme de change du SME, mais il s'est affaibli de 5,3% par rapport à la livre sterling, de 0,9% par rapport au franc suisse et de 0,6% à l'égard du yen japonais.

Tout au long du mois d'avril, la situation du système monétaire européen a été dominée par le reflux de capitaux après le réalignement de mars. En conséquence, les positions respectives des monnaies ont très peu varié: le franc français, la livre irlandaise et la couronne danoise sont, alternativement ou concurremment, demeurés à leurs cours maxima, la plupart du temps contre mark et très souvent aussi contre florin.

Le deutsche mark a subi d'importants dégagements de positions à la hausse prises avant le 21 mars. Ces dénouements ont été réalisés non seulement contre monnaies du dispositif communautaire (franc français principalement) mais aussi contre dollar, sterling, franc suisse, voire yen. L'importance des liquidités créées avant le réajustement en contrepartie des interventions de soutien aux monnaies faibles de même que le transfert au gouvernement fédéral de bénéfices réalisés par la Deutsche Bundesbank pendant l'exercice précédent, ont accru les disponibilités du système bancaire et pesé sur les taux d'intérêt ce qui a contribué à maintenir tout au long du mois, le deutsche mark à la limite inférieure de la bande communautaire. Une partie des liquidités excédentaires a été résorbée temporairement par la Deutsche Bundesbank au moyen d'opérations de mise en pension de devises auprès des banques allemandes et, de façon plus permanente, par ses interventions à la vente en monnaies communautaires et en dollars; un effet restrictif important a résulté d'autre part des achats de marks des autres banques centrales de la Communauté.

Le florin néerlandais, défavorisé par le dénouement de positions longues et par le niveau initialement très peu élevé des taux d'intérêt aux Pays-Bas, a de nouveau fait l'objet d'interventions substantielles aux cours limites. Par la suite, les conditions monétaires se sont un

peu resserrées, ce qui a permis à la monnaie néerlandaise de s'éloigner de son cours-plancher.

La baisse des taux amorcée en Italie n'a pas altéré la tenue de la lire qui s'est constamment établie en tête du dispositif de change européen, grâce notamment au début de la saison touristique.

Le franc français est demeuré de façon quasi permanente à la limite supérieure de la bande de fluctuation à marges réduites à 2,25%. Positivement influencés par les mesures annoncées par les autorités gouvernementales à la suite du réajustement, les non-résidents ont continué de reconstituer leur trésorerie en monnaie française d'autant plus que la rémunération du franc leur paraissait relativement attrayante.

La baisse de son taux d'escompte par la Danmarks Nationalbank et l'annonce d'un prochain assouplissement du contrôle des changes en matière d'investissements ont été interprétées comme des facteurs favorables pour la couronne danoise qui a atteint, à plusieurs reprises, son cours limite supérieur contre florin et deutsche mark.

Le franc belge est resté dans la partie inférieure de la bande communautaire tout au long du mois. Toutefois, l'amélioration de sa position par rapport à mars a permis à la Banque Nationale de Belgique de détendre ses conditions monétaires.

La livre irlandaise a tenu une position forte dans la bande du SME après le réalignement et l'appréciation ultérieure de la livre sterling.

La livre sterling a fait preuve d'une fermeté remarquable liée à la stabilisation des prix du pétrole ainsi qu'aux attentes concernant la date et le résultat des prochaines élections générales. La réduction de un demi-pour cent du taux de base bancaire le 15 avril n'a guère diminué la fermeté de la monnaie anglaise.

La drachme grecque est restée pratiquement stable contre dollar des Etats-Unis. Elle s'est modérément appréciée en terme d'Ecus.

Le franc suisse a été bien orienté en raison essentiellement de la fermeté des rémunérations notamment en comparaison avec le mark.

La couronne norvégienne a bénéficié d'un contexte favorable sur les marchés pétroliers, d'importants règlements d'impôts pétroliers et de taux d'intérêt relativement élevés.

La baisse des taux de la Sveriges Riksbank n'a pas compromis l'orientation de la couronne suédoise, toujours recherchée en particulier aux fins d'investissements en valeurs mobilières.

Après avoir commencé le mois sur une note plus ferme, le dollar canadien a subi quelques pressions à la baisse en milieu de mois, mais s'est raffermi après la présentation à la Chambre du budget fédéral.

Le yen a été favorisé par l'annonce de l'amélioration constante des comptes extérieurs japonais et des déclarations officielles excluant pour le moment toute baisse du taux de l'escompte; il est resté relativement stable tout au long du mois.

II. INTERVENTIONS

Les mouvements de capitaux directement consécutifs au réalignement ont encore été à l'origine des interventions les plus substantielles effectuées par les banques centrales en avril.

A. INTERVENTIONS EN DOLLARS

La Banca d'Italia a acquis plus de la moitié des dollars prélevés par les instituts d'émission.

Des montants substantiels ont été achetés par la Bank of England, la Norges Bank et la Banque du Canada. La Sveriges Riksbank est également intervenue dans le même sens, pour des montants moins importants.

La Deutsche Bundesbank a été le principal vendeur de dollars. Les cessions de la Nederlandsche Bank, de la Danmarks Nationalbank et de la Banque de Grèce ont été nettement moins importantes.

Globalement, les opérations en dollars des banques centrales se soldent par des achats nets de \$EU 2 milliards (contre des ventes nettes de DM 3,8 milliards en mars) se décomposant en 3,1 milliards d'achats bruts et 1,1 milliard de ventes brutes (contre respectivement 1,5 milliard et 5,3 milliards en mars).

B. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

En avril, les interventions en monnaies communautaires ont encore été très importantes: leur montant brut a atteint la contre-

valeur de \$EU 5,1 milliards (contre 8,3 milliards en mars). Plus de la moitié de ce montant a été constituée par des opérations de la Banque de France, de la Deutsche Bundesbank et de la Nederlandsche Bank à la vente de francs français principalement contre deutsche marks mais aussi contre florins. La Danmarks Nationalbank, la Central Bank of Ireland et la Banque Nationale de Belgique sont aussi intervenues à l'achat en deutsche marks et florins. Toutes ces interventions ont été effectuées aux cours limites, à l'exception de celles de la Banque Nationale de Belgique. Enfin, la Banca d'Italia et - pour un faible montant - la Sveriges Riksbank ont elles-mêmes acquis des deutsche marks.

III. PREMIERS JOURS DE MAI

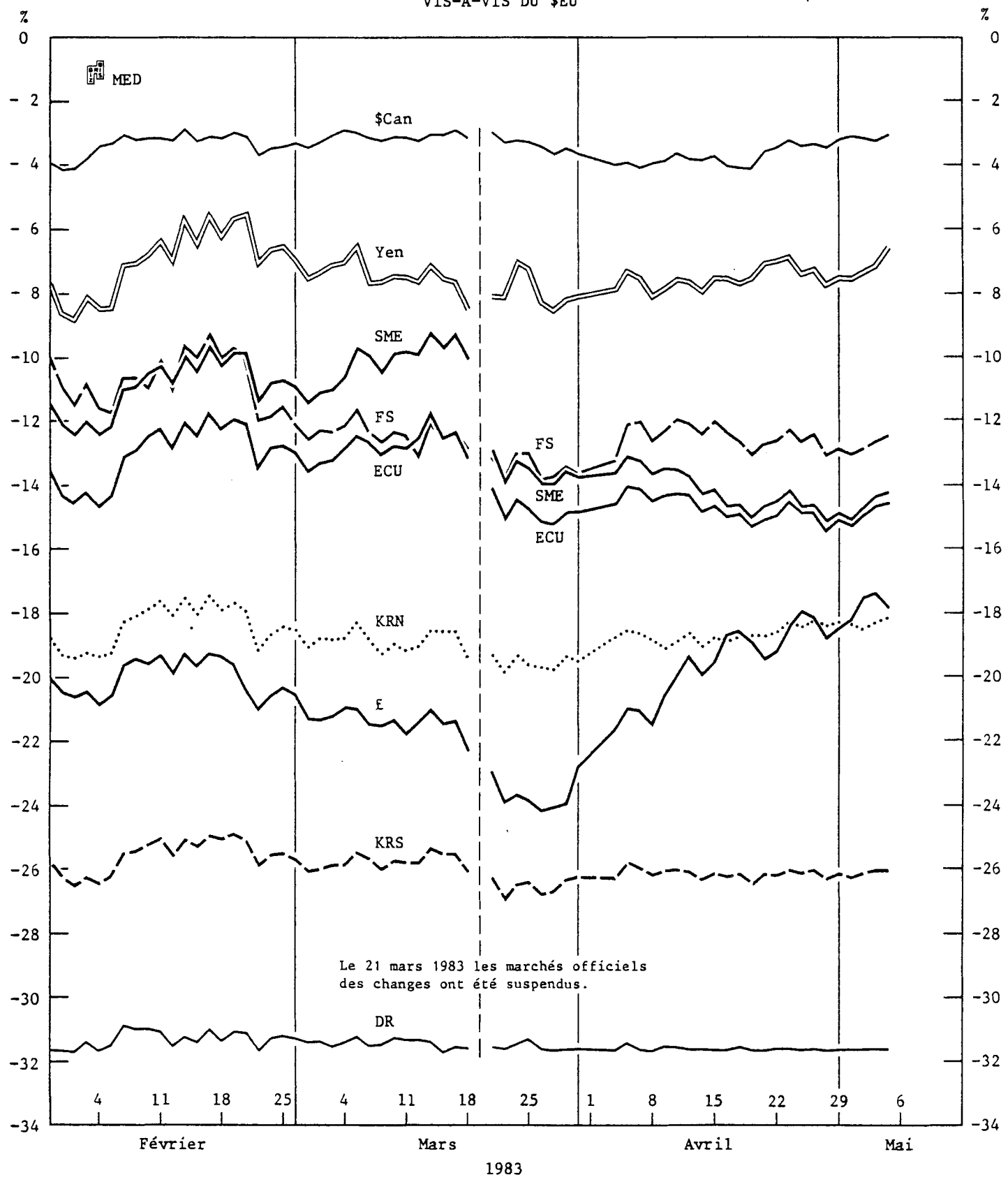
Une certaine continuation de la baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis a favorisé un léger repli du dollar et a contribué au raffermissement du mark, lequel a aussi bénéficié de l'amélioration des indicateurs économiques publiés début mai en Allemagne.

Au sein du SME, le reflux important de capitaux qui a suivi le réalignement du 21 mars s'est considérablement ralenti durant les premiers jours de mai. En conséquence, le franc français et la couronne danoise se sont éloignés de la limite supérieure de la bande communautaire. Le florin néerlandais s'est légèrement raffermi tandis que le franc belge s'est quelque peu affaibli dans la bande.

Les taux d'intérêt officiels ont été relevés aux Pays-Bas d'un point, avec effet au 3 mai 1983, traduisant une adaptation à la hausse des taux du marché monétaire; ils ont été abaissés en Belgique d'un demi-point avec effet au 5 mai.

Le sterling est d'abord resté orienté à la hausse, puis a fait l'objet de prises de bénéfices.

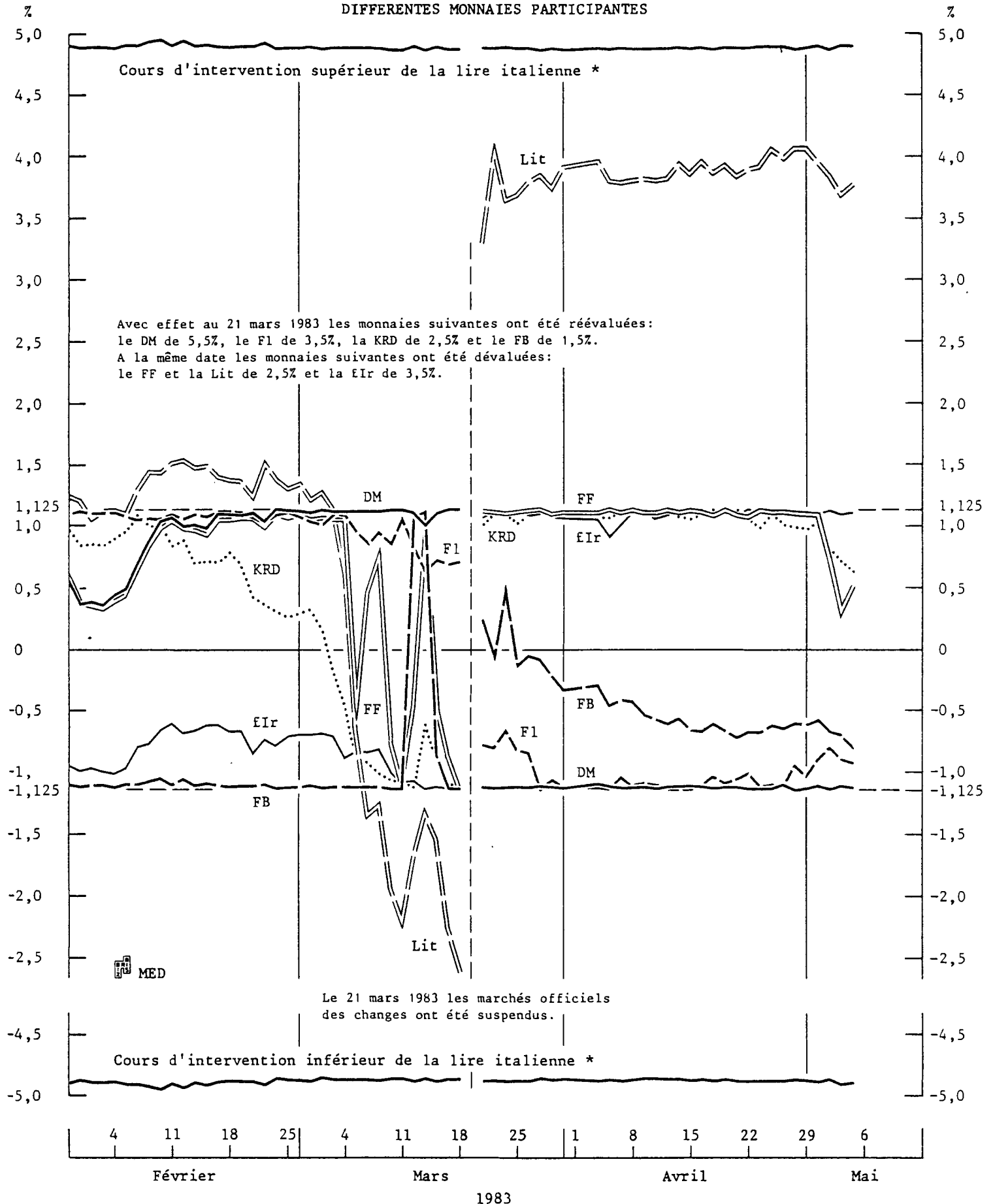
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981
 VIS-A-VIS DU \$EU *



Le 21 mars 1983 les marchés officiels
 des changes ont été suspendus.

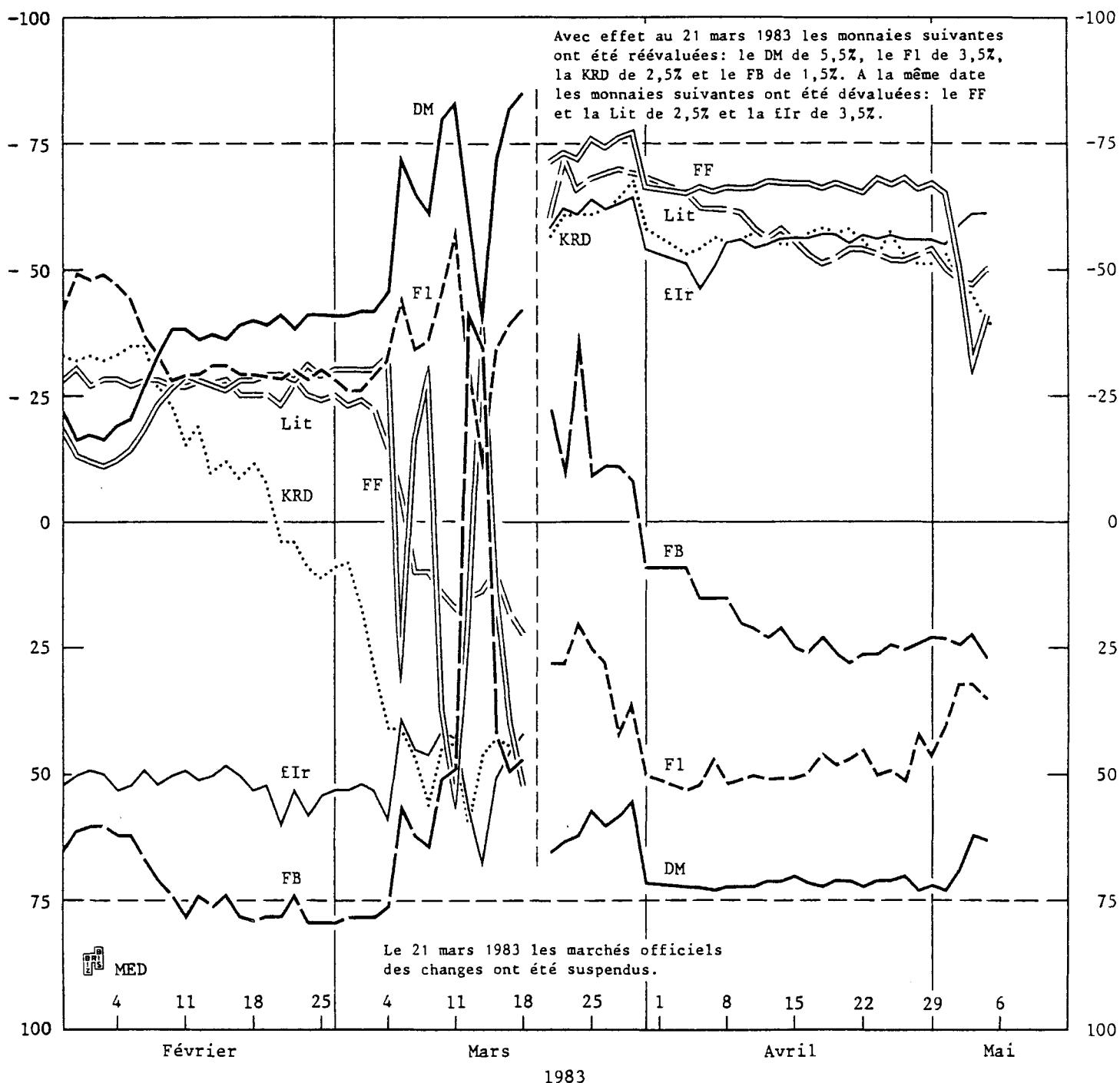
* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

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



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

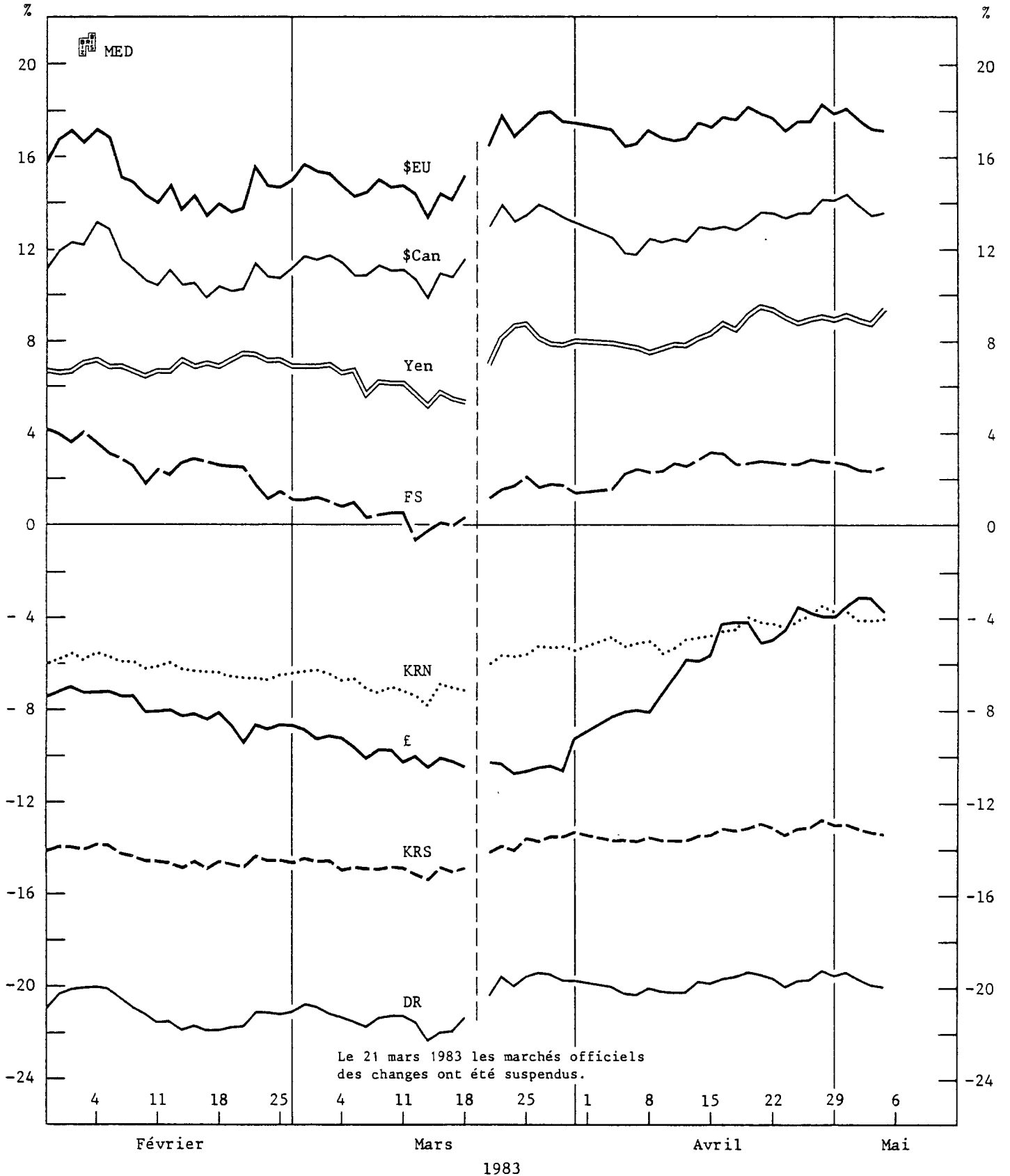
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



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

5 mai 1983

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
 PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
 SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1981 *



* £ 0,566523; DR 62,2263; \$EU 1,08517; \$Can 1,28723; FS 1,95169; Yen 238,304; KRS 6,00373; KRN 6,29944.