PROCES-VERBAL DE LA 168e SEANCE *

DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES

DES ETATS MEMBRES DE LA

COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE

TENUE A BALE, LE MARDI 13 JUILLET 1982 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Magnifico et Micossi; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke et von Rosen; le Vice-Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Kourakos, accompagné par MM. Papaefstratiou et Papanicolaou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. O Cofaigh, accompagné par MM. Breen et Reynolds; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, Boot et Sillem; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Directeur Général des affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Padoa-Schioppa, accompagné par MM. Kees et Mingasson; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans, Assistent, en outre, MM. Dalgaard et Raymond, Présidents de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

Le <u>Président</u> ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Kourakos, Vice-Gouverneur de la Banque de Grèce.

I. Approbation du procès-verbal de la 167e séance

Le procès-verbal de la 167e séance, tenue le 14 juin 1982, est approuvé à l'unanimité par le <u>Comité</u>, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

^{*} Texte définitif, approuvé lors de la séance du 28 septembre 1982, et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

- II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE:
 - Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de juin et des premiers de jours de juillet 1982;
 - Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
 - Série mensuelle de statistiques.

A. Présentation et adoption du rapport

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

Le <u>Président</u> rermercie M. Dalgaard de son exposé et constate l'adoption par le <u>Comité</u> du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

B. Discussion du Comité

M. Richardson fait un bref exposé sur la situation monétaire au Royaume-Uni, qui a été marquée par un ralentissement du rythme d'expansion des agrégats clé. M1 s'est accrue, de mi-février à juin, à un rythme particulièrement faible (6 1/4% sur base annuelle); pendant la même période, la croissance des autres agrégats plus larges a été plus rapide que celle de M1, mais le taux d'accroissement annuel se situe néanmoins bien à l'intérieur de la fourchette de 8 à 12%. Les taux d'intérêt sont restés à un niveau relativement élevé et, bien que le taux de change de la livre sterling vis-à-vis du dollar EU se soit détérioré de 3% depuis la dernière séance de juin, la livre est restée stable en termes effectifs et seules quelques interventions destinées à lisser le cours ont eu lieu. Dans ces conditions et étant donné la stagnation de la production et les résultats satisfaisants en matière d'inflation, la Bank of England a accepté une baisse des taux d'intérêt et les taux de base des banques de clearing ont fléchi de 13 à 12 1/2%. Durant la première semaine de juillet, le marché s'attendait à une nouvelle détente et la Banque n'a pas contrarié, pour les mêmes raisons, ce sentiment qui a encore été encouragé par la publication de chiffres

satisfaisants en matière de croissance monétaire aux Etats-Unis. Le 12 juillet, deux banques de clearing ont donc baissé leurs taux de base de 12 1/2 à 12% et ce mouvement devrait prochainement être suivi par les autres banques de clearing.

M. Pöhl fait remarquer, au sujet des taux d'intérêt allemands, que fin 1981/début 1982 l'Allemagne a été en mesure de se détacher de l'évolution des taux d'intérêt américains. Toutefois, récemment, la tendance à la baisse des taux allemands s'est renversée; par exemple, le rendement sur les titres d'Etat à 10 ans qui était tombé à un niveau d'environ 8 1/2% est récemment remonté à presque 9 1/2%. Cette remontée des taux à long terme ne s'explique que partiellement par des facteurs internes (débat sur les déficits budgétaires, difficultés rencontrées par le groupe industriel AEG); pour l'essentiel, il s'agit d'une réponse à la hausse des taux d'intérêt américains. L'apparition de différentiels de l'ordre de 7% dans le compartiment court et de 5% dans le compartiment long a provoqué des exportations massives de capitaux, atteignant plus de 10 milliards de deutsche marks pendant la période mars-mai. Le cours du dollar à Francfort a été assez proche de la relation de change enregistrée en août 1981, mais la présente situation est très différente de celle de l'année dernière. Alors que, à l'époque, c'était notamment l'évolution réelle et anticipée des facteurs fondamentaux en Allemagne qui était à l'origine de la hausse du dollar à Francfort, la remontée actuelle du dollar provient notamment du différentiel d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Allemagne. Les effets d'un différentiel d'intérêt d'une telle ampleur ne peuvent cependant être compensés par des des interventions sur les marchés des changes, raison pour laquelle la Bundesbank s'est largement abstenue d'intervenir.

La Federal est intervenue pour la première fois depuis longtemps mais le montant a été limité et l'effet sur les marchés des changes très réduit. Bien que la Deutsche Bundesbank se félicite de l'abandon de l'abstention complète des interventions par les autorités américaines, elle n'a pas poussé celles-ci dans cette voie, car de larges interventions ne pourraient que détourner l'attention du problème essentiel, à savoir le niveau et les fluctuations des taux d'intérêt américains. Cette approche n'exclut cependant pas toute intervention; il serait utile de coopérer étroitement et de donner aux marchés le sentiment que les banques centrales n'abandonnent pas l'évolution des cours de changes aux aléas du marché.

M. de la Genière indique que la Banque de France a profité de la détente dans le SME pour reconstituer partiellement ses réserves de change et pour réduire prudemment les taux d'intérêt qui avaient été relevés début juin en réponse à la pression sur le franc français. La décrue des taux français est volontairement lente, d'une part, à cause du taux d'inflation élevé en France, d'autre part, en raison de l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis.

Récemment les autorités monétaires françaises ont pris deux décisions; l'une concerne les normes d'encadrement qui ont été fixées, pour le second semestre 1982, en vue d'assurer un rythme d'accroissement de M2 dans la partie inférieure de la fourchette de 12 1/2 à 13 1/2%. Les normes restent aussi rigoureuses que celles en vigueur au cours du semestre passé, cela étant d'autant plus nécessaire que, d'après les derniers renseignements, M2 s'est accrue à un rythme trop rapide dans les cinq premiers mois de 1982.

La seconde décision prise par les autorités françaises est de nature plus structurelle et porte sur le ratio entre les fonds propres des banques et leurs crédits. Ce ratio est particulièrement faible en France et n'avait pas cessé de se détériorer pendant les années 1970. Cette situation avait amené les autorités françaises à introduire, en 1979, une réglementation qui obligeait les banques à respecter un ratio minimal et à le relever, d'ici le 30 juin 1982, dans le cas où il était particulièrement bas. A l'échéance de la réglementation, les autorités ont pu constater, avec grande satisfaction, que la tendance à la dégradation s'était renversée et la réglementation a, en conséquence, été prorogée pour trois ans en vue de poursuivre cette amélioration lente mais régulière de la structure des banques.

Le <u>Président</u> conclut que les effets du dernier réalignement ont été positifs, mais pour que ces effets s'avèrent durables, il importe que les autorités mettent en oeuvre les mesures adéquates quant à l'orientation des politiques économiques. Les considérations présentées par M. Pöhl ont mis en relief l'interdépendance entre le taux de change, d'une part, et les facteurs fondamentaux et les écarts entre les taux d'intérêt, d'autre part. L'évolution des facteurs fondamentaux en Allemagne a permis aux autorités de ce pays de prendre une attitude plus "détendue" vis-à-vis de la remontée du cours du dollar EU.

Le Président rappelle au Comité que, comme il a été convenu lors de la dernière séance, il a adressé au Président du Conseil ECOFIN une lettre concernant les procédures de réalignements (cf. Annexe 2). M. de Clercq a répondu par une lettre en date du 30 juin 1982 (cf. Annexe 3); le Président donne lecture du texte et exprime l'espoir que les observations des Gouverneurs soient prises en considération le jour - le plus tard possible - où un nouveau réalignement aura lieu.

III. Examen du Rapport spécial, établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond, sur la dépense publique et ses implications pour la politique monétaire dans les pays de la CEE

A. Exposé de M. Raymond

- M. Raymond fait remarquer, à titre liminaire,
- que, comme il l'avait déjà indiqué en novembre 1981, le sujet traité dans le présent Rapport n'était pas directement conforme à la spécialité habituelle du groupe d'experts,
- que, si la tonalité d'ensemble peut apparaître assez critique à l'égard de la dépense publique, cela tient au fait que le groupe n'a pas cherché à dresser un bilan complet des effets économiques de la dépense publique; le groupe a plutôt jugé utile de présenter un certain nombre d'inconvénients réels ou potentiels que présente l'expansion de la dépense publique dans le domaine financier et monétaire; cette précaution est évoquée au début du chapitre II,
- que, comme d'habitude, le groupe s'est exprimé librement, ne prenant pas de précautions particulières en vue d'une transmission éventuelle du texte à des comités autres que celui des Gouverneurs.

Le Rapport se décompose en trois chapitres. Le <u>chapitre I</u> présente les faits et constate une augmentation très nette du ratio dépenses publiques sur le produit intérieur brut, dans tous les pays de la Communuté depuis une dizaine d'années. Cette progression, qui a été surtout marquée dans les petits pays de la Communauté, provient presque exclusivement d'un déloppement des dépenses courantes de l'Etat, à savoir dépenses de consommation et de transfert, et non d'une augmentaion des dépenses d'investissement; ces dernières, au contraire, sont demeurées stables en pourcentage du

PNB et parfois décroissantes. Les perspectives d'évolution spontanée à l'avenir demeurent sombres; sans efforts particuliers en sens contraire, la charge des dépenses publiques dans l'économie pourrait encore nettement s'alourdir. Bien entendu, le ratio dépenses publiques sur le produit intérieur brut doit être apprécié en tenant compte des deux correctifs suivants: d'abord, son augmentation est largement influencée par le ralentissement de la croissance économique réelle au cours de ces dernières années au sein de la Communauté économique européenne. Il faut, ensuite, tenir compte de la progression très rapide des charges d'intérêt qui peuvent être traitées d'une manière particulière. En effet, dans la mesure où les intérêts élevés en termes nominaux compensent la perte de valeur des portefeuilles titres des souscripteurs due à l'inflation, on peut assimiler les paiements à un remboursement anticipé de la dette en termes réels et, par conséquent, entraînant une opération de refinancement de la dette.

Le chapitre II examine certains effets négatifs possibles et malheureusement souvent concrètement vérifiés de l'expansion de la dépense publique. Les effets d'éviction ou de "crowding out" ont fait que l'expansion de la dépense publique n'a pas toujours eu un impact aussi positif que l'on espérait sur l'activité économique et l'emploi. Une partie des phénomènes d'éviction est liée à l'accroissement non négligeable du prélèvement fiscal qui a annulé en partie l'effet positif du développement de la dépense publique. L'accroissement des dépenses publiques qui n'a pas été couvert par une augmentation parallèle des impôts, a donné lieu pour une part à un développement des emprunts sur le marché des capitaux. Il en est résulté des hausses de taux d'intérêt qui ont provoqué une éviction financière des entreprises du marché des capitaux et quelquefois aussi une hausse du taux de change, ainsi qu'il a été vérifié par exemple au Royaume-Uni. Les effets d'éviction ne jouent pas dans la mesure où une partie de la dépense publique est couverte par un financement monétaire accru, mais une telle politique comporte d'autres inconvénients, notamment en matière de perte de contrôle des agrégats monétaires et d'inflation.

En ce qui concerne les conséquences de la dépense publique et de son financement sur le revenu des ménages et des entreprises ainsi que sur le partage de ce revenu entre la consommation et l'épargne, le rapport constate que la redistribution des revenus opérée au sein des ménages a eu un effet dépressif sur le taux d'épargne des ménages et spécialement le taux d'épargne financière, encore que la baisse du taux d'épargne des ménages ait également eu d'autres causes que le développement des dépenses publiques. La redistribution des revenus a été largement effectuée, dans la plupart des pays de la CEE, au détriment du secteur des entreprises et au bénéfice des ménages qui ont, dans l'ensemble, assez bien préservé leurs revenus réels.

Quant aux effets de la dépense publique sur l'offre, le rapport souligne un certain nombre d'effets négatifs sur la productivité. En outre, les prix et les coûts ont été défavorablement influencés par l'augmentation de la pression fiscale directe et indirecte qui a donné lieu à des revendications salariales plus accentuées. Enfin, l'extension de la dépenses publique au cours de ces dernières années a eu pour effet de retarder l'ajustement des balances des paiements au second choc pétrolier, notamment en abritant certains secteurs d'activité des effets de la concurrence.

Le chapitre III examine les conséquences majeures et directes de l'extension du secteur public pour les banques centrales. D'abord, le secteur public est moins sensible que le secteur privé, pour ne pas dire insensible, aux signaux monétaires et spécialement aux variations de taux d'intérêt ou aux restrictions de crédit que les banques centrales peuvent souhaiter mettre en vigueur dans leur pays. De surcroît, la dépense publique exerce souvent une action qui va en sens contraire d'une correction monétaire tendant à juguler l'inflation. Dans nombre de pays de la CEE, l'Etat prend en charge lui-même une activité de crédit ou, par des subventions, il contrevient à l'action restrictive que les banques centrales tendent à exercer par la hausse des taux d'intérêt. L'action des banques centrales doit se concentrer sur un secteur privé de dimension décroissante et la politique monétaire est conduite à un certain degré d'"overshooting" par rapport à ce qui se serait produit autrefois. Par ailleurs, le développement des flux financiers transitant par l'intermédiaire du secteur public, et en particulier l'accroissement des déficits publics, a amené l'Etat à jouer un rôle pilote dans l'innovation financière dans nombre de pays de la CEE, contribuant ainsi à rendre moins significatifs les agrégats monétaires qui servent d'objectifs et d'indicateurs de la politique monétaire. Ce sujet sera repris dans le rapport spécial que le Comité des Gouverneurs a demandé au groupe d'experts

pour le début de l'année prochaine.

Néanmoins, il reste aux banques centrales le choix entre l'adaptation ou la non-adaptation de la politique monétaire aux besoins du financement du secteur public. Une politique de refus total d'adaptation aurait entraîné, en particulier au lendemain des chocs pétroliers, un coût social et économique extrêmement élevé. En revanche, l'autre attitude extrême qui consiste à adapter totalement l'évolution monétaire à l'extension des besoins de financement du secteur public ne peut être indéfiniment poursuivie; la correction, inévitable à terme, est d'autant plus coûteuse et sévère qu'elle a davantage tardé. En fait, tous les pays de la CEE ont choisi une voie intermédiaire, pour certains plus proche du refus d'adaptation, et pour d'autres plus voisine du financement monétaire. Bien qu'il s'agisse d'un choix largement politique, dont l'appréciation échappe à un groupe d'experts, le groupe a néanmoins estimé qu'il y a actuellement avantage à réduire le degré d'adaptation des politiques monétaires aux déficits publics. Même si ce resserrement se traduisait par des effets d'éviction, il pourrait conduire le gouvernement et l'opinion publique à prendre conscience de l'excès atteint dans certains pays en matière de déficit public et de dépenses publiques ainsi qu'à entreprendre des actions correctrices énergiques. Une telle réorientation a déjà récemment été engagée dans certains pays de la Communauté et, de ce point de vue, le rapport devrait se trouver assez proche de l'actualité.

B. Exposé de M. Dini

M. Dini indique que les Suppléants ont centré leur examen du rapport spécial sur les effets de l'expansion des déficits publics sur les taux d'intérêt et sur la politique monétaire. De forts déficits débouchent inévitablement sur des taux d'intérêt élevés, quel que soit le mode de financement. En effet, si la politique monétaire s'adapte aux besoins de financement de l'Etat, les taux d'intérêt montent sous l'impact de l'accélération du rythme d'inflation, du renforcement des anticipations inflationistes et de l'érosion de la confiance des investisseurs sur le marché des capitaux. Par conséquent, il a été estimé que, en présence de déficits publics croissants il ne reste qu'à encourager le gouvernement à couvrir ses besoins de financement dans le marché et à laisser les taux d'intérêt s'adapter de

manière adéquate. Une politique de refus d'adaptation aux besoins de financement de l'Etat a également été considérée comme un moyen susceptible de pousser le gouvernement à prendre des mesures correctrices dans le domaine budgétaire. Il serait donc dangereux, voire erroné, de penser que l'adaptation de la politique monétaire puisse assurer un niveau plus bas des taux d'intérêt.

Bien que l'examen des Suppléants ait été largement centré sur les effets des déficits budgétaires, il a été mentionné que le volume de la dépense publique lui-même peut devenir un facteur susceptible de réduire l'efficacité de la politique monétaire, dans la mesure où les politiques de dépenses sont de nature à abriter une partie de l'économie des contraintes du marché et de la nécessité de s'adapter à des changements dans les prix relatifs. En outre, étant donné la part grandissante des dépenses courantes dans le budget, la marge pour l'utilisation anticyclique de la politique budgétaire semble s'être rétrécie.

Au-delà de ces considérations générales, les Suppléants ont formulé un certain nombre d'autres remarques:

- plusieurs pays semblent perdre la maîtrise de la dépense publique, ce qui entraîne d'importants déficits et un rythme d'inflation rapide; dans ces cas, la crédibilité de la politique monétaire est en péril;
- les petits pays semblent avoir eu plus de peine à maîtriser la croissance de la dépense publique;
- les facteurs démographiques sont susceptibles d'exercer à l'avenir des pressions supplémentaires sur la dépense publique, rendant encore plus difficile toute tentative de renverser les tendances récentes;
- la marge pour l'augmentation de la charge fiscale semble être limitée alors qu'une augmentation est nécessaire ne serait-ce que pour le service de la dette publique croissante,
- les dépenses d'investissement public ont été d'une qualité modeste, ne donnant pas les résultats attendus;
- il serait dangereux de distinguer entre les paiements d'intérêt et les autres dépenses; l'extension des clauses d'indexation assortissant la dette publique donne lieu à l'inquiétude;

- les Suppléants se sont demandés s'il n'est pas possible, au niveau de la Communauté, d'exercer une pression sur certains pays en vue de juguler la dépense publique et les déficits budgétaires, mettant en relief la nécessité d'améliorer la structure de la dépense publique et de maintenir son taux de progression en decà de la croissance du PIB.

Les Suppléants ont également discuté de la suite à donner au rapport du "groupe Raymond". Il a été recommandé de transmettre ce rapport au Comité monétaire et aux Ministres des Finances, sans cependant diluer le contenu du rapport. Toutefois, étant donné la nature délicate des questions en cause, il serait utile de préciser dans l'introduction que le rapport ne dresse pas un bilan complet des effets de la dépense publique et des déficits budgétaires sur l'économie, mais qu'il analyse plutôt les implications financières qui en résultent notamment pour la politique monétaire.

C. Discussion du Comité

M. de la Genière se félicite du second rapport spécial sur le problème des dépenses publiques. Ces deux rapports successifs n'épuisent certes pas tous les aspects de la liaison - particulièrement étroite - entre les politiques monétaire et budgétaire, mais ils éclaircissent certains aspects qui sont restés jusqu'à présent implicites dans les discussions des Gouverneurs. Comme le premier rapport, le second devrait être transmis au Comité monétaire, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel.

L'un des mérites du présent rapport réside dans le fait qu'il analyse les conséquences pour la politique monétaire non seulement du solde budgétaire, mais de l'ensemble de la dépense publique. C'est cette dernière qui détermine le poids des finances publiques dans l'économie et qui nécessite une couverture, soit par un prélèvement fiscal, soit par un financement monétaire ou sur le marché. Pendant les années 60 et encore jusqu'à 1974, la France a en général réussi à maîtriser la progression de la dépense publique; aussi, a-t-il été relativement facile de couvrir la dépense publique par un prélèvement fiscal qui ne progressait pas plus que le PIB. A partir de 1974, la situation s'est dégradée; néanmoins, jusqu'à

1980, les recettes ont pu suivre plus ou moins la dépense publique. Ce n'est qu'à partir de 1981 que le rythme d'accroissement de la dépense publique s'est fortement accéléré et que des déficits importants sont apparus.

A la différence de l'évolution des finances publiques qui a donc été relativement satisfaisante pendant la plus grande partie de la période sous revue, la situation monétaire n'a pas donné satisfaction dans les années 1970. La poursuite d'une politique monétaire nettement plus expansive que pendant les années 1960 - politique qui a entraîné des conséquences graves pour le rythme d'inflation et la balance des paiements - ne s'est pas imposée à cause des finances publiques, mais pour d'autres raisons. Cette expérience montre qu'il ne suffit pas de maîtriser le budget pour stabiliser la valeur de la monnaie, en revanche, la défense de la monnaie est impossible si le budget échappe au contrôle et c'est probablement ce qui est en train de se produire depuis deux ou trois ans.

Enfin, M. de la Genière demande à MM. Duisenberg et Godeaux les raisons pour lesquelles les Pays-Bas et la Belgique ont rencontré les plus grandes difficultés quant à la maîtrise de la progression de la dépense publique. Ces difficultés résultent-elles de la taille ellemême des pays en cause ou d'autres facteurs spécifiques ?

M. Duisenberg félicite M. Raymond et son groupe du rapport qu'il a beaucoup apprécié. Aux Pays-Bas, le gouvernement et la banque centrale sont unanimes pour considérer que le décifit budgétaire doit, en principe, être financé sur le marché financier, c'est-à-dire sans création monétaire supplémentaire. Le degré de financement monétaire du déficit budgétaire est plutôt un débat public et au sein des milieux politiques; ce débat s'est encore intensifié lorsque le Ministère des Finances et la banque centrale se sont mis d'accord sur la limitation et la réduction graduelle du recours par les autorités publiques au crédit bancaire à court terme. Pour l'année 1981, le plafond s'élevait à 3 milliards de florins, mais il n'a été utilisé qu'à concurrence de 2 milliards de florins. Pour 1982, le plafond a été réduit et, en 1983, les autorités publiques devraient complètement s'abstenir de recourir au crédit bancaire à court terme. Tout indique que les autorités honoreront cet engagement.

Les véritables difficultés aux Pays-Bas résident dans le fait que l'objectif structurel en matière d'ampleur du déficit budgétaire n'a pas été atteint. Selon cet objectif, le solde budgétaire ne devrait pas dépasser, à moyen terme, l'excédent d'épargne des secteurs privé et extérieur (estimé à environ 4% du PBI) tandis qu'en réalité il sera de l'ordre de 9% en 1982 et 1983, en dépit des mesures qui ont été et seront encore prises en vue de freiner la progression de la dépense publique. Le financement du déficit de l'année en cours ne devrait cependant pas poser de difficultés excessives, étant donné l'absence d'emprunteurs privés sur le marché financier (reflétant soit le phénomène d'éviction, soit l'état déprimé de l'économie) et l'excédent de la balance des paiements courants aux Pays-Bas.

En réponse à la question posée par M. de la Genière, M. Duisenberg fait remarquer que la progression particulièrement forte de la dépense publique aux Pays-Bas a résulté de plusieurs facteurs, certains d'ordre politique. Tout d'abord, il est à noter que les effets des mesures prises en vue de comprimer la dépense publique ont en général été largement compensés par ceux des mesures - appelées provisoires - destinées à soulager le processus d'ajustement. En réalité, ces dernières mesures provisoires se sont avérées très durables. En outre, le régime: de sécurité sociale généreux, établi dans les années 1960, se révèle maintenant très coûteux à la suite du ralentissement de la croissance économique réelle. Une réduction des prestations est cependant difficile à imposer et, de surcroît, l'état déprimé de l'économie et l'alourdissement du chômage entraînent automatiquement des dépenses supplémentaires et des moins-values dans les recettes. Les recettes tirées de l'exploitation du gaz naturel se sont stabilisées, le prix du gaz naturel s'étant inscrit en baisse.

Enfin, M. Duisenberg met en doute la constatation selon laquelle les paiements d'intérêt effectués par l'Etat seraient automatiquement réinvestis en instruments de dette publique. Un tel comportement peut être escompté si le déficit est peu important; si, en revanche, ce dernier atteint des ordres de grandeur actuels, par exemple 10% du PIB, le réinvestissement en titres d'Etat de la totalité des paiements d'intérêt peut se heurter à un désir de diversification. L'idée de faire abstraction des paiements d'intérêt paraît dangereuse et pourrait être prise à la lettre par certains lecteurs du rapport.

M. Godeaux se montre frappé par la similitude de comportement apparente entre les petits pays de la Communauté alors que Leur situation politique est très différente. En vue de vérifier la portée de la taille économique dans ce contexte, il serait utile de faire des recherches supplémentaires, en examinant des économies de taille comparable en dehors de la Communauté.

La forte progression de la dépense publique en Belgique résulte en premier lieu d'une véritable paralysie du gouvernement sur le plan budgétaire, due tant à l'attention excessive attachée par les gouvernements successifs au problème de la réforme institutionnelle qu'à la disparition du consensus social entre l'Etat, les employeurs et les syndicats au moment où la croissance économique réelle s'est ralentie. Par suite de l'impossibilité de prendre des décisions, le développement de la dépense publique a été régi par des automatismes et il en est résulté une forte progression de certaines catégories de dépenses.

Une deuxième remarque faite par M. Godeaux se réfère à la constatation en page 11 du rapport (version française), selon laquelle "le choix d'un dosage approprié entre le financement et le non-financement monétaires est une question en grande partie politique et dépend des priorités accordées aux différents objectifs économiques finals". Il serait regrettable de laisser cette question importante aux pouvoirs politiques et, par conséquent, le groupe devrait être invité à décrire avec plus de précision les conséquences d'une politique accommodante et celles d'une politique non-accommodante.

En ce qui concerne la question de la destination à donner au rapport, M. Godeaux se prononce en faveur d'une transmission aux Ministres, sous réserve de certains amendements à apporter au texte. Dans l'introduction, il faudrait souligner que l'analyse de certains points n'est pas encore terminée tandis que d'autres points, en particulier l'impact des finances publiques sur les grandeurs réelles, n'ont pas été étudiés délibérément. Sans ce rappel, les destinataires du rapport pourraient lui reprocher d'être unilatéral. Il reste encore à voir dans quelle mesure il faudrait établir un lien entre le rapport du "groupe Raymond" et la discussion que les Ministres des Finances ont menée sur la base de la communication de la Commission, en date du 1er juillet 1982 intitulée "Discipline budgétaire et convergence économique". On constate une remarquable convergence entre les préoccupations des Ministres et celles des Gouverneurs.

D'après M. Hoffmeyer, la progression plus forte de la dépense publique dans les petits pays s'explique par le fait que ces pays sont exposés, dans une moindre mesure, à des pressions financières extérieures, leurs emprunts n'absorbant qu'une fraction peu importante des fonds disponibles sur les marchés des capitaux internationaux. En outre, lorsque les possibilités d'emprunt à l'étranger se sont temporairement détériorées pour le Danemark, le gouvernement a opté plutôt pour une réduction des revenus réels de la population active que pour une diminution des paiements de transfert dont bénéficient essentiellement les groupes à revenu faible. Par conséquent, le déficit budgétaire est resté élevé tandis que les revenus réels de la population active ont baissé de 12% en quatre ans, un record pour l'Europe occidentale. Grâce à ce mouvement, la compétitivité de l'économie danoise s'est améliorée et les possibilités d'emprunt à l'étranger ont été reconstituées, si bien que, actuellement, les milieux politiques ne se voient guère soumis à la contrainte d'assainir les finances publiques.

M. Hoffmeyer rappelle que, en 1975, le ministère danois de l'économie et la banque centrale sont convenus de financer la plus grande partie des déficits sous forme de ventes de titres d'Etat sur le marché. Le niveau élevé des taux d'intérêt donne lieu cependant à des pressions sur la banque centrale. Tout d'abord, le gouvernement cherche à mitiger les effets des taux d'intérêt élevés sur l'économie par diverses mesures, par exemple des bonifications de taux d'intérêt en faveur de certaines branches industrielles ou, depuis récemment, des obligations indexées pour favoriser la construction résidentielle. Ensuite, la banque centrale se voit constamment confrontée à une demande d'autorisation d'un plus haut degré de financement monétaire des déficits budgétaires.

M. Pöhl se déclare également en faveur de la transmission du rapport du "groupe Raymond" aux Ministres des Finances, étant entendu que les précisions souhaitées par certains Gouverneurs seraient apportées au texte. En ce qui concerne le fond, il met en relief que, outre les modifications structurelles et la tendance à l'Etat-providence, l'évolution de l'économie réelle a contribué à l'augmentation de la part de la dépense publique dans le PIB. Ainsi qu'il ressort nettement des tableaux, la dépense publique est montée en flèche de 1974 à 1975, par exemple en Allemagne de 45 à 49% du PIB. Dans les années 1976/77, l'Allemagne a réussi

à réduire la dépense publique et le déficit budgétaire de quelques points du PIB, mais en 1978, la politique budgétaire est redevenue expansionniste en vue de relancer l'économie et compte tenu des engagements pris lors du Sommet de Bonn. Le deuxième choc pétrolier et la récession qui a suivi ont eu pour effet une nouvelle augmentation dramatique.

Depuis deux ans, le gouvernement fédéral allemand a entrepris des tentatives en vue de mieux contrôler la dépense publique et le déficit budgétaire. Ces tentatives ont pesé lourdement sur la cohésion de la coalition gouvernementale; elles ne se sont cependant pas traduites par une réduction du déficit, car la faible activité économique a régulièrement entraîné des dépassements par suite de plus-values et moinsvalues respectivement dans les dépenses et les recettes. Une politique anticyclique ne serait pas indiquée, ses effets négatifs l'emporteraient de loin sur les avantages, étant donné l'importance de la dépense publique et du déficit budgétaire. En 1981, le secteur public a enregistré un déficit de près de 80 milliards de deutsche marks, soit un peu moins de 5% du PIB. En 1982, l'objectif était de ramener le déficit à 60 milliards, mais en réalité le déficit atteindra 70 milliards: il atteindrait même le chiffre de 1981 si le gouvernement fédéral n'avait utilisé une partie du profit réalisé par la Deutsche Bundesbank pour couvrir les dépenses publiques.

En ce qui concerne l'impact des déficits budgétaires sur le niveau des taux d'intérêt, M. Pöhl partage l'avis exprimé par M. Hoffmeyer sur le degré variable des pressions financières extérieures selon la taille des pays. Le jugement porté par les marchés sur une monnaie de réserve dépend fortement des politiques budgétaire et monétaire menées dans le pays émetteur. De ce fait, l'Allemagne ne peut se permettre le niveau actuel des taux d'intérêt - un des plus bas dans le monde - qu'à condition de poursuivre, de manière crédible, une politique de stabilité sur le plan interne et externe. Dans cette ligne de pensée, les autorités allemandes ne peuvent renoncer, même dans une phase de récession, à essayer de freiner le développement des dépenses publiques. Une réduction de la part de celles-ci dans l'économie ne sera cependant possible que lors d'une reprise de l'activité économique et il faudrait alors éviter les erreurs commises en 1976/77, lorsque les autorités ont été trop peu énergiques dans leurs efforts de consolider les finances publiques. En revanche, aussi longtemps que la récession se

poursuivra, une politique budgétaire trop restrictive serait contre-indiquée sur le plan conjoncturel, d'autant plus que le déficit budgétaire d'environ 4% du PIB est encore relativement modeste en comparaison avec le reste du monde.

M. Pöhl pense comme M. Duisenberg que, pour des raisons tactiques et psychologiques, il convient d'éviter de donner l'impression que les paiements d'intérêt peuvent être négligés. Sur le plan de l'analyse, la constatation faite dans le rapport est cependant pertinente. Les paiements d'intérêt peuvent, en fait, être traités autrement que les dépenses de consommation, étant donné qu'une bonne partie d'entre eux est normalement réinvestie par les ménages.

M. O Cofaigh exprime son appréciation pour le travail accompli par le groupe présidé par M. Raymond. Il a cependant des doutes sur l'opportunité de transmettre le rapport aux Ministres des Finances. Certes, dans l'ensemble, le rapport pourrait réconforter les autorités publiques dans leurs efforts de comprimer la dépense publique; toutefois, certaines autorités pourraient éventuellement conclure du rapport que, en comparaison avec d'autres pays, la position de leur pays n'est pas aussi défavorable qu'on aurait pu le penser. D'où le risque que les tentatives d'assainir les finances publiques soient retardées encore davantage, le rythme le plus lent devenant le dénominateur commun. Le rapport du "groupe Raymond" devrait être considéré en liaison avec le document établi par la Commission, étant donné que ces deux textes s'éclairent mutuellement et soulignent l'urgence d'une action à entreprendre en matière budgétaire. En outre, l'Annexe IV au rapport du "groupe Raymond" est de nature à minimiser la gravité des problèmes budgétaires et pourrait ne pas être transmise aux Ministres.

M. Padoa-Schioppa indique que le document établi par la Commission a été brièvement discuté lors de la session du Conseil ECOFIN du 12 juillet; il sera repris lors de la réunion informelle des Ministres des Finances qui se tiendra fin août au Danemark. En vue de cette réunion, il serait peut-être utile que le Comité se prononce sur un point à la page 5 de cette communication, à savoir les critères de financement. On y trouve une liste de pratiques qu'il faut éviter ou, au moins, limiter; cette liste devrait être complétée encore par le problème mentionné par M. Pöhl, c'est-à-dire l'uti-lisation des bénéfices de la banque centrale pour la couverture des dépenses publiques.

M. Duisenberg souligne que ses doutes sur l'appréciation des paiements d'intérêt ne se fondent pas seulement sur des considérations tactiques, mais s'inspirent également de réflexions analytiques. En effet, la plus grande partie des paiements d'intérêt est perçue par les investisseurs institutionnels, à savoir les compagnies d'assurances et les caisses de pension. Une augmentation de recettes d'intérêt permet à ces institutions d'augmenter leurs prestations sans pour autant relever leurs primes. D'où la conclusion que les paiements d'intérêt ne sont pas nécessairement réinvestis et constituent un facteur de coût supplémentaire pour l'économie.

M. Lamfalussy pense que les Annexes III et IV du rapport sont bien rédigées, mais leur contenu est assez explosif sur le plan politique, notamment l'Annexe IV qui plaide en faveur d'un ajustement des déficits budgétaires en fonction du rythme d'inflation. Cette thèse, qui a des protagonistes puissants dans les milieux académiques, est contestable. En vue d'éviter que les arguments présentés dans le rapport ne soient affaiblis par les thèses défendues dans les annexes, il serait utile que les Gouverneurs prennent une position plus nette à l'égard des deux méthodes d'ajustement mentionnées.

M. Richardson estime opportun de transmettre le rapport avec les Annexes III et IV; celles-ci n'apportent pas de nouvelles considérations à la discussion sur les méthodes d'ajustement. Les Gouverneurs pourraient cependant avoir une position plus nette à l'égard de ce problème.

En ce qui concerne le fond, M. Richardson partage largement les opinions exprimées par les autres Gouverneurs. Le Royaume-Uni a été un des premiers à avoir reconnu la nécessité de limiter la croissance de la dépense publique et des progrès remarquables ont été réalisés jusqu'à présent, notamment si l'on tient compte du fait qu'une partie du déficit budgétaire est de nature conjoncturelle. Les dépenses d'investissement et d'éducation ont cependant souffert le plus des mesures de contrôle et il conviendrait de rétablir leur poids dans le total des dépenses publiques. Le dilemme résulte du fait que les transferts sociaux sont marqués par une très grande rigidité, en particulier dans une phase de récession. L'approche suivie par l'administration américaine d'augmenter les dépenses de défense, d'accorder des allégements fiscaux et de réduire les prestations sociales est difficilement réalisable dans les pays de la Communauté.

Quant au financement des déficits budgétaires, il est à noter qu'au début de la période sous revue l'atteinte des objectifs monétaires a été rendue difficile par le fait que, à court terme, la demande de crédit du secteur privé était peu sensible aux variations des taux d'intérêt. Lorsque l'expansion du crédit au secteur privé a été forte, il a été difficile, à court terme, de placer la quantité nécessaire de dette publique auprès des nonbanques en vue de maintenir la croissance monétaire en conformité avec les objectifs monétaires.

Ces difficultés ont amené les autorités à passer sous revue les méthodes de financement et la nature des instruments de la dette publique. Tout d'abord, il a été décidé d'absorber directement l'excédent financier important du secteur des ménages par la vente d'instruments spéciaux, comme les "national saving certificates" et les "granny bonds".

Ensuite, la question de l'indexation s'est posée, question à double tranchant. D'une part, l'indexation peut être introduite si des instruments non indexés ne se vendent plus. D'autre part, l'introduction de l'indexation peut s'inspirer du souci de ne pas mettre en péril la crédibilité de la politique anti-inflationniste, souci auquel tiennent beaucoup les monétaristes. En effet, lorsque le rythme d'inflation se ralentit, l'offre de titres à long terme, assortis d'un rendement très élevé, peut influer négativement sur les anticipations inflationnistes à long terme et cet inconvénient peut être évité par l'indexation. Toutefois, on a fait un usage très limité de l'indexation et les titres qui se vendent le mieux sont ceux de la dette publique classique.

Enfin, en vue de compenser l'effet d'une forte expansion des encours au secteur privé sur la création monétaire, les autorités ont souvent recouru à la technique du "overfunding", c'est-à-dire elles ont vendu plus de dette publique qu'il n'a été nécessaire pour couvrir le besoin de financement du gouvernement. Cette technique, qui a été expliquée en détail dans le dernier bulletin trimestriel de la Bank of England, paraissait préférable à des mesures influant directement sur l'évolution du crédit bancaire au secteur privé. Une hausse des taux d'intérêt aurait rendu encore plus difficile la situation financière des entreprises avec les conséquences inévitables pour l'investissement. Des contrôles administratifs ont été considérés comme peu efficaces et non conformes avec l'objectif d'abolir, dans la mesure du possible, les réglementations administratives dans le domaine financier.

M. Raymond et son groupe de leur excellent rapport. Il souligne que la stratégie à moyen terme du gouvernement britannique prévoit une compression graduelle de la dépense publique et une association opérationnelle entre les politiques budgétaire et monétaire. Les autorités n'ont pas perdu le contrôle de la dépense publique et il y a bon espoir que la stratégie à moyen terme pourra être réalisée, tout en assurant la reprise de l'activité économique.

Le <u>Président</u> pense que le nombre et la variété des interventions confirment l'actualité du sujet examiné et la qualité du travail accompli par le groupe Raymond. En dépit des réserves exprimées par M. O Cofaigh, il semble y avoir un consensus général en faveur de la transmission du rapport au Comité monétaire, étant entendu que l'introduction précisera la portée de l'étude. Il faudrait souligner que le rapport ne vise pas à donner un bilan complet des finances publiques, mais qu'il se borne à quelques aspects fondamentaux, à savoir les problèmes résultant de l'ampleur excessive de la dépense publique pour la politique monétaire. Cette précision expliquerait en même temps la raison pour laquelle l'étude a été confiée à un groupe d'experts dont la vocation est l'analyse de la politique monétaire.

Avant la transmission du rapport, il conviendrait également d'apporter au texte certains amendements à la lumière de la discussion des Gouverneurs. La distinction entre les grands et les petits pays ne semble pas essentielle. Il faudrait plutôt souligner les traits communs, à savoir la tendance à une augmentation spontanée de la dépense publique qui requiert la mise en oeuvre de mesures correctrices. Lors de la construction de l'Etat-providence, il n'était pas possible de prévoir tous les retentissements de ces décisions dans un environnement qui a changé et avec un facteur démographique pesant différemment.

L'aménagement du texte du rapport devrait également tenir compte de la remarque formulée par M. Godeaux quant au dosage du financement et du non-financement monétaires et des préoccupations exprimées par M. Duisenberg sur le traitement des paiements d'intérêt. Les nouvelles techniques en matière d'émission de titres, en particulier l'indexation, est un sujet qui est vivement débattu également en Italie. L'indexation est présentée comme un moyen susceptible de résoudre le problème des déficits budgétaires

et cette tendance est vue avec beaucoup d'inquiétude par la banque centrale. En ce qui concerne la remarque formulée par M. Lamfalussy sur l'Annexe IV du rapport, le Président pense que le dernier alinéa, page 4, peut être assimilé à une prise de position des Gouverneurs qui paraît assez claire mais qui pourrait éventuellement être quelque peu étoffée.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

M. Duisenberg informe le Comité que, il y a deux mois, le Comité permanent des syndicats des banques centrales européennes a tenu une réunion au siège de la Nederlandsche Bank. A l'occasion d'une rencontre avec le Président de cette Banque, le Comité a exprimé le souhait d'avoir davantage de contacts avec les directeurs du personnel des banques centrales de la CEE et de voir son souhait transmis au Comité des Gouverneurs.

Le Comité prend note de cette communication.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 28 septembre 1982, à 10 heures.

Traduction

Confidentiel

Comité des Gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne

RAPPORT SUCCINCT SUR

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

JUIN 1982

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Au mois de juin, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- une poursuite de l'appréciation du dollar EU, favorisée non seulement par la nouvelle progression des taux d'intérêt en dollars mais également, pendant quelque temps, par des facteurs politiques;
- un accroissement des tensions au sein du SME, suivi d'un réalignement des cours-pivots avec effet au 14 juin.

Le raffermissement du <u>dollar EU</u> s'est accompagné assez fréquemment de fluctuations quotidiennes marquées. Son appréciation nette enregistrée jusqu'à la dernière semaine de juin a résulté principalement d'un nouvel élargissement sensible de l'écart de taux d'intérêt

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

entre le dollar et les autres monnaies. De plus, la monnaie américaine a reçu un important stimulant sous la forme d'anticipations d'un nouveau relèvement des taux d'intérêt, nourries par les craintes éprouvées par le marché des changes d'une éventuelle accélération de l'expansion de la masse monétaire M1 aux Etats-Unis en juillet surtout, qui pourrait contraindre les autorités monétaires américaines, en raison de leurs objectifs monétaires, à exercer une pression sur la position de réserve des banques. Jusqu'au réalignement, le cours du dollar a, en outre, bénéficié de la faiblesse plus ou moins marquée de certaines monnaies du SME.

Le dollar est resté ferme après le réalignement. Indépendamment de la montée des taux d'intérêt en dollars mentionnée précédemment, cette évolution a été due à des facteurs politiques, en particulier le conflit armé au Liban (qui a de nouveau mis en lumière le rôle de "monnaie/refuge" du dollar). Cependant, les signes de plus en plus nombreux d'une reprise conjoncturelle aux Etats-Unis et l'amorce dans ce pays d'une nouvelle augmentation légère des prix - rendant peu probable un fléchissement des taux d'intérêt - ont aussi favorisé de manière plus durable le dollar. A la fin du mois, son appréciation s'élevait à quelque 6,6% par rapport aux monnaies du SME, à 5,4% par rapport au franc suisse, 3,0% par rapport à la livre sterling et 5,0% par rapport au yen.

Au sein du <u>SME</u>, dès les premiers jours de juin, d'assez fortes tensions se sont manifestées, lorsque de nouvelles rumeurs d'un possible réalignement imminent se sont répandues sur le marché. La vague de spéculation a d'abord touché le franc français, puis, peu après, le franc belge et la lire italienne, pour atteindre son intensité maximale sur un marché agité le vendredi 11 juin, lorsque les pressions à la vente sur le franc français et le franc belge devinrent telles que les deux monnaies touchèrent en même temps leur point d'intervention inférieur par rapport au deutsche mark et au florin hollandais. Dans ce contexte, la procédure de réalignement a été ouverte et elle s'est conclue par une réévaluation de 4,25% du deutsche mark et du florin hollandais par rapport au franc belge, à la livre irlandaise et à la couronne danoise et des dévaluations vis-à-vis de ces trois monnaies de 5,75% pour le français et de 2,75% pour la lire italienne.

Comme d'habitude, le mouvement des cours du marché a été considérablement moins marque que celui des parités bilatérales et il en est résulté un renversement des positions dans la bande du SME. La lire et le franc français ont été les monnaies les plus fortes, tandis que le florin hollandais et le deutsche mark devenaient les plus faibles. On n'a cependant pas noté de rétrécissement important de la bande de fluctuation, l'écart en pourcentage des monnaies de la bande étroite demeurant supérieur à 2,10%. De plus, dans le reste du mois, on n'a plus enregistré de modifications notables des positions. De fait, après le réalignement, le calme est revenu relativement vite sur les marchés.

Le <u>deutsche mark</u> avait déjà atteint au début de juin quasiment son point d'intervention supérieur par rapport au franc belge. Par la suite, juste avant le réalignement, il a également touché cette limite vis-à-vis du franc français, son indicateur de divergence s'élevant momentanément jusqu'à 80. Après le 12 juin, il s'est situé, comme prévu, au bas de la bande étroite et son indicateur de divergence s'est établi autour du seuil. La monnaie allemande a bénéficié d'un certain soutien sous la forme d'achats de deutsche marks effectués par la Banque de France. Cette situation a prévalu jusqu'à la fin du mois.

Au cours des derniers jours de juin, le <u>florin hollandais</u> a occupé alternativement avec le deutsche mark la position de monnaie la plus faible au sein de la bande du SME. Par ailleurs, tout au long du mois, le florin a suivi une évolution sensiblement parallèle à celle du deutsche mark, se situant avant le réalignement dans la partie supérieure de la bande. A l'instar du deutsche mark, le florin a également atteint, durant cette période, son cours limite supérieur par rapport au franc français et au franc belge.

La <u>couronne danoise</u> n'a été que très peu affectée par les tensions au sein du SME et elle s'est maintenue dans la moitié supérieure de la bande avant le réalignement. Après celui-ci, la monnaie danoise s'est encore raffermie et la Danmarks Nationalbank est intervenue dans le marché pour des montants assez faibles, en vue de régulariser le cours.

Le <u>franc français</u> a été soumis à de fortes pressions du début du mois jusqu'au réalignement, ce qui a amené la Banque de France à vendre des montants considérables de dollars et de deutsche marks. Cependant, à aucun moment la divergence vers le bas du franc français n'a dépassé 60. En liaison avec la modification des parités, le gouvernement français a pris une série de mesures économiques d'une grande portée (comportant un blocage des salaires et des prix) afin de restaurer la stabilité. Lorsque le franc a occupé une position forte au sein de la bande du SME, après la dévaluation, la Banque de France a saisi cette occasion pour acquérir des dollars et des deutsche marks. Les achats de ces derniers, à l'intérieur des marges, ont été réalisés soit sur le marché de Paris, par la Banque de France, soit sur le marché de Francfort par la Deutsche Bundesbank.

Après le réalignement, la <u>livre irlandaise</u> s'est située près du sommet de la bande de fluctuation étroite et elle s'est maintenue à cette position durant le reste du mois. Contrairement au mois de mai, la Central Bank of Ireland a procédé à des achats nets de dollars, qui reflétèrent la position améliorée de sa monnaie.

Avant le réalignement, le <u>franc belge</u> se situait au bas de la bande étroite et avait atteint son point d'intervention par rapport au deutsche mark et au florin, déclenchant ainsi des achats de soutien obligatoires à Bruxelles, à Francfort et à Amsterdam. Jusqu'au 11 juin, la Banque Nationale de Belgique a également effectué des ventes de florins, à l'intérieur des marges, ainsi que des cessions de francs suisses et de dollars EU. Après le réalignement, aucune nouvelle intervention de la Banque Nationale de Belgique n'a été nécessaire et, au sein de la nouvelle bande de fluctuation résultant de la modification des cours-pivots, le franc belge a occupé une position médiane.

La <u>lire italienne</u> a enregistré la variation de position la plus forte à la suite de la modification des parités, passant de la dernière à la première place au sein des monnaies de la grille. En raison de ces phases d'évolution différentes, la Banca d'Italia a d'abord été vendeuse nette de dollars puis, après le 12 juin, elle est intervenue quotidiennement pendant un certain temps sur le marché pour réacquérir des dollars.

Durant la plus grande partie de juin, la <u>livre sterling</u> est restée proche du dollar américain et s'est raffermie sensiblement vis-à-vis des autres monnaies. Les influences positives ont été

la fin du conflit des Falklands, ainsi que les anticipations du marché des changes selon lesquelles la livre serait moins affectée par d'éventuelles répercussions de la crise libanaise sur les prix du pétrole, par suite du degré élevé d'auto-indépendance énergétique du Royaume-Uni.

La <u>drachme grecque</u> s'est affaiblie de 7,8% par rapport au dollar EU, soit un peu plus que les monnaies du SME, ce qui s'est traduit par un fléchissement de 1,4% par rapport à l'Ecu; en termes de taux de change effectif, elle a perdu 3,5%.

Le <u>franc suisse</u> et le <u>yen japonais</u> se sont également fortement dépréciés - de 5,1% et 4,8% respectivement - par rapport au dollar EU, ces deux monnaies suivant une évolution plus ou moins parallèle à celle des monnaies européennes. Cependant, dans le cas du yen, cette situation a nécessité des ventes continuelles de dollars, dans des proportions assez importantes durant la première quinzaine du mois. La faiblesse de ces deux monnaies par rapport au dollar a été due essentiellement aux écarts importants entre les taux d'intérêt.

La <u>couronne norvégienne</u> a fait preuve d'une relative fermeté par rapport au dollar EU, ne se dépréciant que de 3,8%. La Norges Bank est intervenue en achetant des dollars (à terme) afin d'affaiblir le taux de change effectif et d'obtenir une évolution du taux de change plus en harmonie avec celle des monnaies du SME.

La <u>couronne suédoise</u> a suivi un peu plus étroitement l'évolution des monnaies du SME, mais elle a été soutenue par des ventes régulières de dollars effectuées par la Sveriges Riksbank.

Le <u>dollar canadien</u> s'est affaibli notablement en juin, par rapport au dollar EU, du fait des perspectives de fermeté des taux d'intérêt du dollar EU dans un avenir proche et des préoccupations suscitées par l'évolution future de l'économie canadienne. Après avoir fléchi de près de 4%, le cours du dollar canadien s'est stabilisé vers la fin du mois, lorsque l'évolution des taux d'intérêt américains s'est régularisée et que le gouvernement fédéral a annoncé de nouvelles mesures budgétaires destinées à réduire le taux d'inflation.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les ventes nettes de dollars effectuées par les banques centrales participant à la concertation se sont élevées à \$EU 4,0 milliards en juin, contre \$EU 3,1 milliards en mai. Le chiffre net en juin a résulté de \$EU 6,3 milliards de ventes brutes et de \$EU 2,3 milliards d'achats bruts. Au cours du mois précédent, les chiffres bruts avaient été de \$EU 4,5 milliards et de \$EU 1,4 milliard respectivement. Les plus gros vendeurs nets ont été la Banque du Canada et la Banque du Japon. La Deutsche Bundesbank, la Sveriges Riksbank et la Banque de France ont été également des vendeurs nets importants. La Banca d'Italia a effectué des achats nets notables de dollars après le réalignement et la Norges Bank a été un acheteur net de dollars à terme sec.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

En raison du réalignement, les interventions brutes en monnaies communautaires ont été nettement supérieures en juin par rapport au mois précédent. Alors qu'en mai, les interventions s'étaient élevées à l'équivalent de \$EU 0,4 milliard, en juin elles ont atteint l'équivalent de \$EU 2,7 milliards, dont \$EU 1 milliard aux points limites. Avant le réalignement, les interventions ont consisté essentiellement en ventes de deutsche marks contre francs français et francs belges; la principale monnaie d'intervention a été le deutsche mark. Après le réalignement, cette dernière monnaie a été achetée contre francs français dans une mesure comparable.

* * *

Après la fin du mois, le dollar EU a continué de s'apprécier, enregistrant parfois des progressions nettement supérieures à 1% d'un jour sur l'autre. L'appréciation de la monnaie américaine vis-à-vis pratiquement de l'ensemble des autres grandes monnaies a atteint, le 7 juillet, un niveau inégalé depuis au moins un an. Cette nouvelle hausse du dollar a été due essentiellement aux anticipations d'une

montée des taux d'intérêt en dollars ~ fondées sur les craintes de voir la masse monétaire M1 enregistrer une expansion sensible à la mi-juillet - et à l'aggravation de la situation au Proche-Orient.

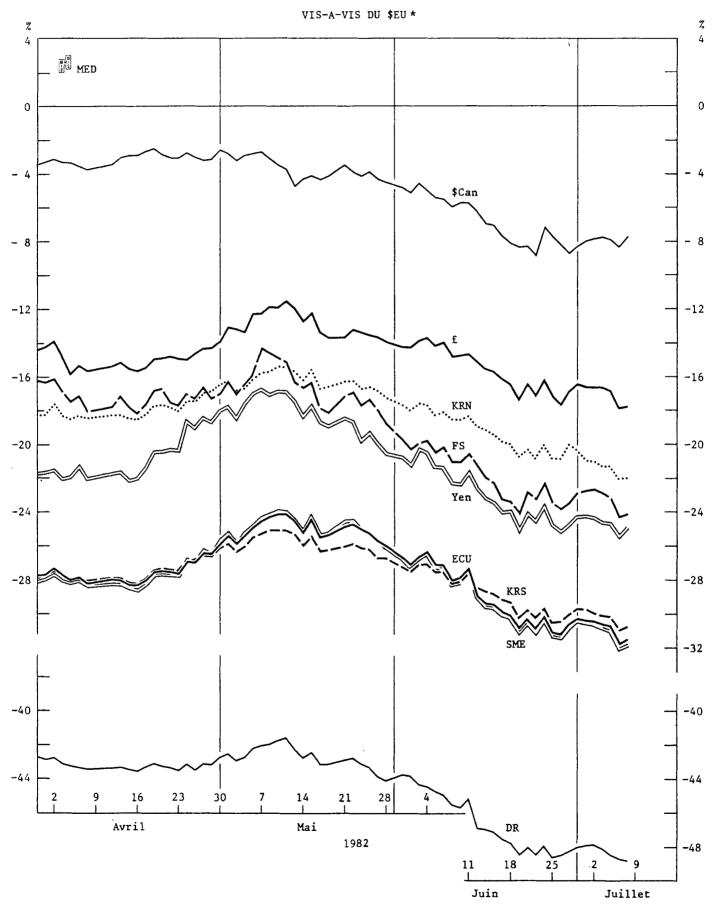
C'est encore la livre sterling qui a le mieux résisté à l'appréciation du dollar, de sorte que son cours s'est aussi raffermi par rapport à la plupart des autres monnaies. Le yen, également, a été dans l'ensemble un peu moins affecté par la fermeté du dollar. La pression qui s'exerçait auparavant sur le dollar canadien s'est progressivement dissipée, ce qui a permis à la Banque du Canada de cesser pratiquement ses interventions de soutien. Aucune tension ne s'est manifestée au sein du SME et aucune modification notable de cours n'a été enregistrée.

Les interventions en dollars ont diminué au début de juillet et ont consisté principalement en achats au comptant de la Banca d'Italia et de la Banque du Canada et en achats à terme sec de la Norges Bank.

La Sveriges Riksbank et la Banque du Japon ont vendu des dollars. Les interventions nettes se sont traduites par \$EU 0,3 milliard d'achats.

De même, les interventions en monnaies communautaires ont été comparativement faibles. Il s'est agi d'achats de deutsche marks à l'intérieur des marges par la Banque de France pour un montant total équivalent à \$EU 0,3 milliard.

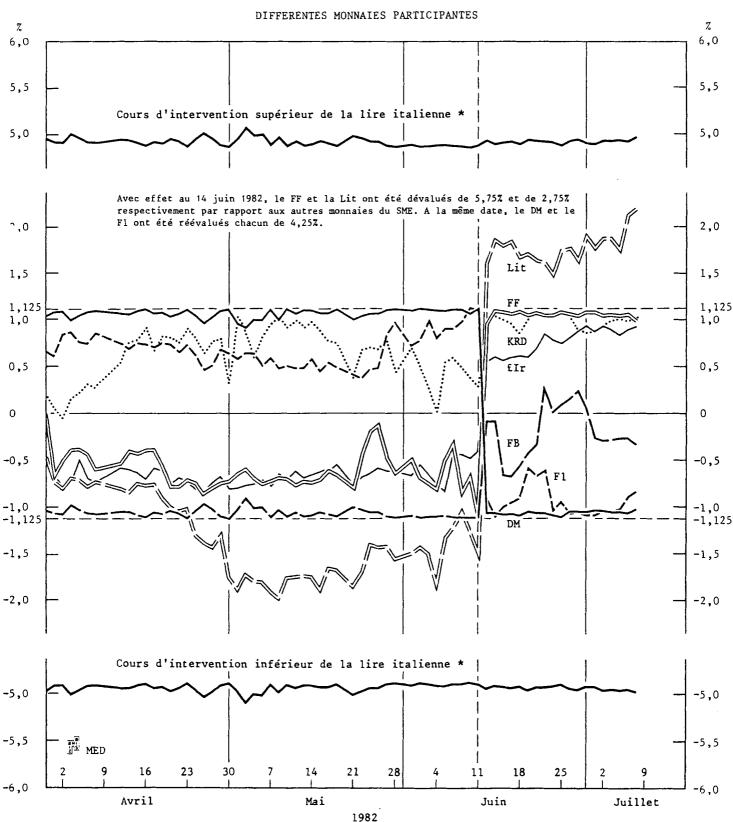
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978



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

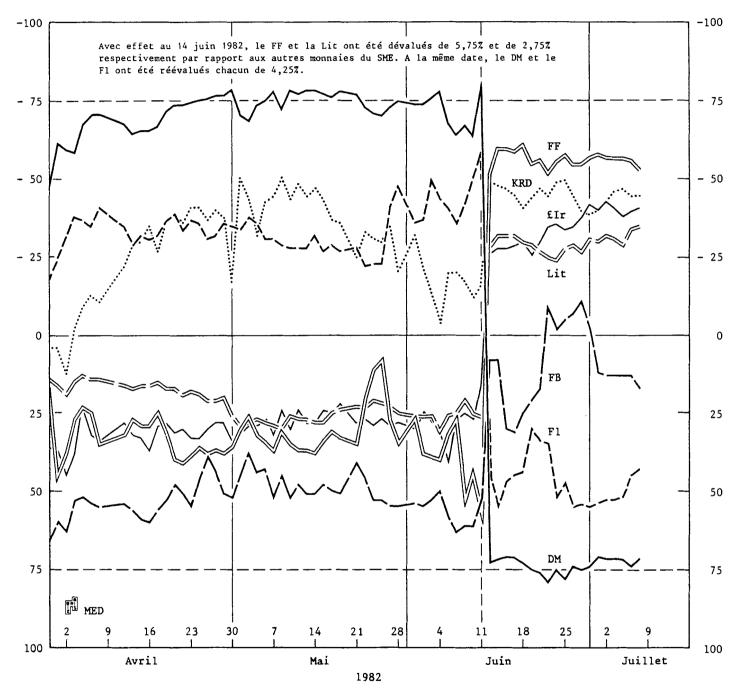
8 juillet 1982

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



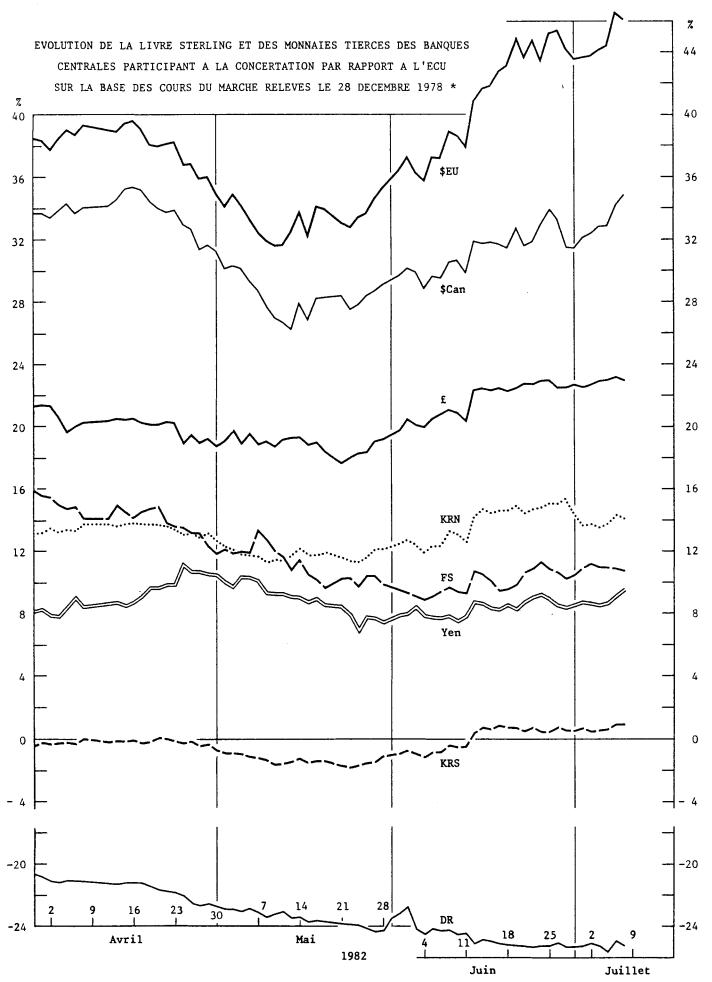
^{*} Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de ± 2,25%.

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.





* £ 0,677119; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210; DR 49,6672. 8 juillet 1982

COMITÉ DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES

DES ÉTATS MEMBRES DE LA

COMMUNAUTÉ ÉCONOMIQUE EUROPÉENNE

LE PRÉSIDENT

Rome 1e 23 juin 1982

Par exprès - Confidentiel

Monsieur Willy De Clercq Président du Conseil des Communautés européennes Rue de la Loi, 170 B-1049 Bruxelles

Monsieur le Président,

Le Comité des Gouverneurs s'est penché à plusieurs reprises sur la question des procédures suivies lors des changements de courspivots au sein du système monétaire européen et, au cours de sa séance du mois de mai 1982, il a rassemblé ses considérations sur cette question dans une courte note.

J'ai l'honneur de vous adresser sous ce pli un exemplaire de cette note dont j'avais envisagé de présenter les principaux éléments aux Ministres des Finances des pays de la CEE à l'occasion de la réunion informelle qui s'est tenue à Bruxelles le 17 mai 1982.

A la suite du dernier réalignement, les Gouverneurs ont évoqué à nouveau, lors de leur séance du 14 juin 1982, la question des procédures et ils m'ont chargé de vous faire part de quelques observations qui complètent le document ci-joint.

Les Gouverneurs ont noté que certaines des remarques ou suggestions qu'ils ont formulées, notamment en ce qui concerne le lieu des réunions, l'accès à l'immeuble et la limitation des délégations, ont fait l'objet d'une première expérience encourageante. Ils estiment toutefois que celle-ci n'a pas été satisfaisante à d'autres égards.

En effet, en raison des responsabilités des banques centrales tant dans le cadre institutionnel propre à chaque pays que dans celui du SME, les Gouverneurs considèrent qu'ils doivent participer à toutes les délibérations au cours desquelles les ajustements de cours-pivots sont négociés et finalement décidés. Etant donné que le fonctionnement du SME est régi par un accord conclu entre les banques centrales de la CEE et que sa gestion est assurée par celles-ci, les Gouverneurs estiment que

leur présence est à la fois nécessaire et appropriée à tous les stades d'un processus de décision dont les aspects monétaires et techniques ne sont pas moins importants que ses implications politiques évidentes.

Je vous prie de croire, Monsieur le Président, à l'assurance de ma haute considération.

C.A. Ciampi

Annexe

COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS OF THE MEMBER STATES

OF THE EUROPEAN ECONOMIC COMMUNITY

(Translation)

THE CHAIRMAN

Rome

23rd June 1982

Confidential-Express

Monsieur Willy De Clercq Président du Conseil des Communautés européennes Rue de la Loi, 170 B-1049 Bruxelles

Dear Mr. President,

The Committee of Governors has on several occasions addressed the question of the procedures followed in connection with changes in central rates within the European Monetary System and, at its meeting in May 1982, it set out its views on this matter in a brief note.

I have the honour of enclosing a copy of this note, the main points of which I had intended to present to the Ministers of Finance of the EEC countries on the occasion of the informal meeting held in Brussels on 17th May 1982.

Following the latest realignment, the Governors again raised the question of procedures at their meeting on 14th June 1982, and they charged me to bring to your attention a few comments supplementing the enclosed note.

The Governors noted that some of their comments and suggestions, notably as regards the location of the meetings, access to the building and restricting the size of delegations, were tried out for the first time with encouraging results. But they consider that the procedure was not satisfactory in other respects.

Indeed, having regard to the central banks' responsibilities both within the institutional machinery of each individual country and within that of the EMS, the Governors consider that they ought to participate in all the discussions at which adjustments of central rates are negotiated and finally decided on. Given that the operation of the EMS is governed by an agreement concluded between the central banks of the EEC and is administered by them the Governors consider that their presence is both necessary and fitting at all stages of a decision-taking process whose monetary and technical aspects are no less important than its obvious political implications.

Yours sincerely,

Annex

(signed) C.A. Ciampi

Comité des Gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne

AMELIORATIONS POSSIBLES DES PROCEDURES SUIVIES LORS DES CHANGEMENTS DE COURS-PIVOTS AU SEIN DU SME

Le Comité des Gouverneurs s'est penché à plusieurs reprises sur cette question, notamment à la suite des changements de courspivots qui ont eu lieu en mars et octobre 1981 et en février 1982. Ces différents échanges de vues ont permis de dégager les considérations ci-après que les Gouverneurs présentent à titre de contribution dans le débat qui est ouvert sur ce sujet au sein du Conseil ECOFIN.

- 1. Le Comité des Gouverneurs estime que la procédure de réalignement en vigueur, c'est-à-dire celle qui a été fixée par la Décision du Conseil des Communautés européennes du 21 avril 1980 et les deux avis du Comité monétaire du 2 avril 1980 annexés à cette Décision, a été, dans l'ensemble, appliquée correctement mais qu'elle a fait apparaître, à la lumière de l'expérience, certaines imperfections ou insuffisances.
- 2. Sans chercher à proposer une procédure formelle différente, les Gouverneurs sont d'avis que des améliorations sont possibles dans le cadre défini par les textes existants. Ces améliorations, qui font l'objet des suggestions exposées ci-après, concernent tant les relations entre les Gouverneurs eux-mêmes que l'organisation des réunions consacrées aux réalignements.

a) Consultations entre les Gouverneurs

D'après la procédure actuelle, il incombe au Ministre responsable du pays envisageant un changement du cours-pivot de sa

monnaie d'informer ses collègues dans les autres pays, la Commission, le Président du Comité monétaire et le Président du Comité des Gouverneurs.

Les Gouverneurs estiment logique qu'entre eux l'information soit donnée par le Gouverneur du pays en cause au Président du Comité des Gouverneurs, celui-ci informant ensuite les autres collègues. Des consultations officieuses bilatérales, voire multilatérales à l'aide des réseaux téléphoniques spéciaux de concertation, peuvent alors avoir lieu, avec pour but essentiel de clarifier et préciser les vues et les aspects des banques centrales et de pouvoir ainsi mieux préparer les réunions ultérieures (Comité monétaire, Ministres et Gouverneurs). Le cas échéant, les Gouverneurs pourraient faire connaître leur opinion collective lors de la séance des Ministres et Gouverneurs.

- b) Organisation des réunions consacrées aux réalignements

 En vue de rendre ces réunions aussi efficaces et confidentielles que possible, les Gouverneurs sont d'avis que les pratiques actuelles concernant la séquence et le lieu des réunions et la composition des délégations pourraient être aménagées. Ainsi:
 - la séquence, le calendrier et le lieu des réunions du Comité monétaire et des Ministres et Gouverneurs pourraient être décidés par le Président du Conseil ECOFIN après avoir consulté le Président du Comité des Gouverneurs et le Président du Comité monétaire. Les Gouverneurs estiment qu'afin notamment de minimiser les risques d'indiscrétion et de fuites, ces réunions devraient, dans toute la mesure du possible, être concentrées sur une seule journée; ils reconnaissent toutefois que, dans certaines circonstances, par exemple lorsque le réalignement proposé semble devoir exiger des discussions complexes, il peut s'avérer plus pratique que la réunion du Comité monétaire et celle des Ministres et Gouverneurs n'aient pas lieu le même jour;
 - les Gouverneurs sont d'avis que les réunions pourraient normalement, eu égard notamment à des raisons techniques, continuer à se tenir à Bruxelles. Ils manifestent cependant quelques

réserves au sujet de l'immeuble du Conseil (Charlemagne) à cause essentiellement des problèmes pour restreindre d'une manière adéquate l'accès à cet immeuble. En outra,

les Gouveneurs n'excluent pas la possibilité de tenir les réunions dans d'autres villes que Bruxelles, où les facilités et installations nécessaires sont disponibles;

7

- les délégations nationales participant à la réunion des Ministres et Gouverneurs devraient être limitées à quatre personnes, pour chaque pays, le Ministre, le Gouverneur, chacun étant accompagné d'un conseiller qui, en principe, serait le membre titulaire du Comité monétaire; la délégation de la Commission devrait suivre la même règle et ne pas dépasser quatre personnes.

* * *

En conclusion, les Gouverneurs tiennent à souligner:

- que les remarques et suggestions qu'ils formulent pourraient être prises en considération sans devoir changer les textes qui définissent les procédures existantes;
- que ces remarques et suggestions visent essentiellement à établir quelques lignes directrices en matière de procédure, étant entendu qu'elles devraient être interprétées et appliquées d'une manière flexible et pragmatique. En effet, les trois premières années du SME ont montré que les cas de réalignement peuvent varier sensiblement de l'un à l'autre et que, par conséquent, la flexibilité et le pragmatisme sont souhaitables dans ce domaine.