

PROCES-VERBAL\*DE LA 161e SEANCE  
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES  
DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 8 DECEMBRE 1981 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par MM. Mikkelsen et Dalgaard; M. Gleske, membre du Direktorium de la Deutsche Bundesbank, accompagné par MM. Rieke et Kloft; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Arsenis, 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. Ó Cofaigh, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Bancad'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et de Boer; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Padoa-Schioppa, accompagné par MM. Kees et Louw; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assistent en outre MM. Heyvaert 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 Fin.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Arsenis, le nouveau Gouverneur de la Banque de Grèce.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 12 janvier 1982, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel ainsi qu'un addendum à la page 14, point V.

I. Approbation du procès-verbal de la 160e séance

Le procès-verbal de la 160e séance, tenue le 10 novembre 1981, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

Le Président rappelle qu'un projet de bref compte rendu de la 159e séance, tenue à Londres le 30 octobre 1981, a été remis à Bâle aux participants à cette séance; ces derniers sont invités à adresser leurs remarques éventuelles concernant ce projet au Secrétariat d'ici le 20 décembre 1981. Le compte rendu sera considéré comme approuvé étant entendu que les amendements reçus par le Secrétariat jusqu'à cette date seront incorporés dans le texte définitif.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intra-communautaire:

- Présentation par M. Heyvaert du rapport concernant l'évolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de novembre et des premiers jours de décembre 1981;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

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

Le Président rappelle qu'il n'y a plus de publication du "minimum lending rate" au Royaume-Uni et il signale que le taux de base des banques a été réduit à nouveau, début décembre, d'un demi-point, se situant à 14 1/2%, alors qu'il était à un maximum de 16%, début octobre.

En réponse à une remarque de M. Heyvaert, M. Gleske indique que la Deutsche Bundesbank fera tout pour éviter que les taux d'intérêt du marché remontent, en liaison avec les tensions habituelles de fin d'année, et dépassent le nouveau niveau du taux lombard spécial, soit 10 1/2%.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et constate l'adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

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

- du Rapport No 19 préparé par le groupe d'experts présidé par M. Raymond,
- de la Série mensuelle de statistiques.

A. Exposé de M. Raymond

M. Raymond rappelle que le groupe d'experts a produit en 1981 deux rapports spéciaux et deux rapports consacrés à l'examen régulier de l'évolution des politiques monétaires; il résume comme suit les thèmes contenus dans le Rapport No 19 qui est le second rapport semestriel du groupe.

1. Le chapitre I commence par rappeler que les objectifs monétaires pour 1981 avaient généralement été fixés dans la ligne de ceux pour 1980, c'est-à-dire de façon à exercer une pression modérée sur la dépense nationale et les prix. Certains facteurs, qui avaient facilité en 1980 le respect des objectifs, ne se sont pas reproduits en 1981. Les pays de la CEE ont dû, en cours d'année, affronter des événements nouveaux. La hausse du dollar, si elle a contribué à la cohésion du groupe des monnaies européennes jusqu'à l'automne, a engendré une inflation importée que la hausse et l'indexation des revenus nominaux a propagée. Cette appréciation du dollar a rendu nécessaire des relèvements de taux d'intérêt qui ont suivi avec retard en Europe ceux survenus aux Etats-Unis et qui ont pesé sur la croissance. Des différences se sont manifestées dans les réactions des pays membres; certains ont assoupli modérément leur politique monétaire, d'autres ont continué de suivre une ligne rigoureuse.

2. Le chapitre II du rapport porte sur le respect des règles du SME en matière de taux de change et la politique monétaire interne. Après une longue période de stabilité, le SME a dû subir un ajustement de parités. On doit considérer que celui-ci a eu pour cause fondamentale la divergence des performances économiques de base et des prix, divergence qui d'ailleurs se poursuivra et risque de susciter de nouvelles tensions. L'ajustement des parités avait pu être retardé du fait notamment que l'affaiblissement relatif du deutsche mark face au dollar a compensé temporairement l'augmentation du pouvoir d'achat de la monnaie allemande vis-à-vis des autres

devises européennes. Les interventions sur les marchés des banques centrales de la CEE n'ont pas, dans la plupart des cas, perturbé la régulation monétaire interne, leurs effets sur la liquidité ayant été correctement compensés. C'est dans le domaine des taux d'intérêt que la contrainte extérieure a paru la plus gênante. Plusieurs pays de la Communauté doivent pratiquer des taux d'intérêt réels positifs qu'ils jugent excessifs. Par exemple, en France, le relèvement brutal effectué en mai 1981 a été, dans une certaine mesure, considéré inopportun du point de vue de la conjoncture interne.

3. Le chapitre III présente les perspectives pour 1982 qui ne portent pas vraiment à l'optimisme. Certes, quelques éléments favorables peuvent être mentionnés:

- une amélioration spontanée de la conjoncture devrait survenir vers le milieu de 1982,
- le réalignment des parités donne aux pays qui ont réévalué leur monnaie une marge de manoeuvre, d'ailleurs étroite en raison des risques d'inflation, pour détendre quelque peu leurs taux d'intérêt internes.

En sens contraire, il faut souligner que les banques centrales n'en sont pas moins confrontées à de grands risques:

- l'aggravation du chômage augmentera les pressions exercées par l'opinion publique et les gouvernements pour obtenir un relâchement de la discipline monétaire; plus que jamais auparavant, les banques centrales sont partagées entre leur responsabilité de la monnaie et le coût social de leurs actions;
- toujours élevés, les déficits extérieurs risquent de s'accroître encore, d'une part sous l'effet de la reprise de l'activité en Europe si elle survient et, d'autre part, si la même évolution se produit aux Etats-Unis, sous l'effet d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt américains qui de nouveau renforcerait le cours du dollar. Il pourrait alors en résulter de nouvelles menaces d'inflation importée;
- malgré les efforts entrepris dans plusieurs pays pour réduire les déficits publics, le résultat dans ce domaine n'est pas certain et dans d'autres pays les déficits publics restent appelés à s'élargir.

Les banques centrales devront éviter de céder sur ces divers points pour ne pas perdre le contrôle des agrégats monétaires et des prix. Cela justifie le maintien d'une orientation restrictive des politiques monétaires sans que l'on puisse aller trop loin dans cette voie. Cette discipline devrait être plus stricte dans les pays qui ont récemment dévalué leur monnaie au sein du SME que dans les autres. En outre, il est essentiel d'obtenir la coopération des gouvernements en matière budgétaire et celle des partenaires sociaux pour une modération temporaire de la progression des revenus nominaux. C'est seulement si on améliore de cette façon le "policy mix" que les pays européens pourront utiliser à leur profit le gain de compétitivité qu'ils ont acquis face au dollar et assurer une reprise saine des investissements qui sont bien nécessaires pour leur avenir.

#### B. Discussions du Comité

M. de Strycker relève que dans le Rapport No 19 et dans la présentation orale de M. Raymond une observation revient à plusieurs reprises, à savoir la situation très embarrassante dans laquelle les banques centrales se trouvent du fait que la politique de stabilité monétaire qu'elles poursuivent comporte un coût social et est rendue responsable, du moins en partie, de la stagnation économique et du niveau du chômage. Le groupe d'experts laisse entendre qu'il y a des limites à l'action des banques centrales dans la défense de la stabilité monétaire qui peuvent être imposées, à certains moments, par des considérations plus importantes que la stabilité. Il s'agit là d'une question d'une grande importance et il serait intéressant de mieux connaître les limites (par exemple, sont-elles déterminées par le niveau des taux d'intérêt ou celui du chômage ?) que les experts ont à l'esprit.

M. de Strycker soulève une autre question qui, tout en dépassant certainement la compétence du Comité, est reliée à la première; il s'agit du chômage, fort important dans la plupart des pays industrialisés, et de la manière dont il est perçu. En effet, dans tous ces pays, on considère que le chômage est en majeure partie un phénomène temporaire et qu'il nécessite par conséquent une assistance en attendant qu'une correction définitive intervienne. Or, la persistance et l'ampleur du chômage mettent en cause cette conception et cette espérance de résorption, et obligent à

examiner, de façon plus approfondie, ce problème. Il serait très utile d'avoir une étude de ce genre; elle tendrait certainement à reconnaître le caractère plus fondamental que conjoncturel du chômage, ce qui entraînerait des répercussions sur le rôle que la politique économique générale et la politique monétaire peuvent jouer en cette matière. Les services de la Commission pourraient entreprendre une telle étude.

Le Président observe que M. de Strycker a soulevé un des problèmes les plus cruciaux de notre société actuelle. Il existe effectivement des limites ou seuils que les politiques monétaires ne doivent pas dépasser mais il serait téméraire de prétendre les déterminer avec précision. Il est évident, toutefois, que les politiques mises en oeuvre ces derniers temps ont un effet lent sur les prix comparé aux conséquences sur la croissance et l'emploi. Cela explique sans doute les difficultés à faire fonctionner le système des objectifs monétaires et le fait qu'il ne reste souvent, comme valeur de ce système, que l'effet d'annonce des objectifs.

M. Raymond ne prétend pas apporter des réponses aux questions posées par M. de Strycker et se limite à quelques brèves remarques. Le groupe d'experts a insisté davantage sur la nécessité de maintenir une orientation restrictive aux politiques monétaires que sur les limites de cette orientation; toutefois, conscient du taux de chômage et de la faiblesse des investissements, il n'a pas recommandé un resserrement brutal des politiques. Un tel resserrement aurait sans doute un effet très rapide sur la croissance mais aussi une relance de la conjoncture n'améliorerait que très modérément et très temporairement l'emploi. En effet, de nombreux facteurs structurels expliquent en partie le chômage, et la politique monétaire est impuissante à les éliminer. Les experts ont été surtout frappés par le conflit qui paraît plus aigu que d'habitude, au moins dans certains pays de la CEE, entre la politique budgétaire et la politique de revenu d'une part, et la politique monétaire d'autre part, ce qui crée une situation assez difficile pour les banques centrales.

M. Ciampi, se référant à la dernière remarque faite par M. Raymond, souligne que les besoins de financement du Trésor vont dans le sens de limiter l'efficacité de la politique monétaire. Lorsque l'expansion du déficit public absorbe, comme en Italie, plus des deux tiers du crédit total (grandeur surveillée), la politique monétaire comporte donc une limitation technique qui fait que l'action de la banque centrale se borne à éponger l'excès de liquidité créé par le Trésor.

La banque centrale doit aussi tenir compte d'une autre limitation, à savoir, éviter que trop d'entreprises ne fassent faillite, car même celles qui ont des bases financières saines se trouvent menacées par des taux d'intérêt réels très élevés. Malgré ces limitations, la politique monétaire en Italie ne peut être que restrictive tant que le déficit public n'aura pas été réduit et qu'il n'y aura pas d'accord entre les partenaires sociaux sur une politique de revenus.

M. de la Genière se réfère aux questions posées par M. de Strycker et constate que les limites en termes de chômage et de niveau de vie de la politique monétaire varient de pays à pays et surtout à l'intérieur de chaque pays où les opinions sont souvent controversées. La politique monétaire a d'autres limites que ce coût social et, d'autre part, si elle est menée sérieusement, elle n'entraîne pas nécessairement un tel coût. Une de ces limites, soulignées par M. Ciampi, apparaît lorsque la politique budgétaire est très expansionniste. Une autre limite, très réelle, dans certains pays tient aux mécanismes d'indexation des revenus sur les prix ou de ceux-ci sur les revenus.

En ce qui concerne les relations entre les politiques monétaires et l'évolution du chômage, M. de la Genière estime qu'elles sont faibles mais qu'il en irait différemment si le chômage était purement conjoncturel ou cyclique. En fait, la tendance à l'accroissement du sous-emploi est constatée depuis une dizaine d'années; on parle couramment d'un phénomène structurel qui recouvre le vieillissement et l'inadaptation de nombreuses branches d'industrie ou entreprises. La thérapeutique dans ce cas n'est pas très difficile à définir même si elle est onéreuse. D'autres problèmes plus sociologiques s'ajoutent encore tels que la tendance croissante du travail des femmes ou celle de délaissier certaines catégories de tâches. Toutefois, en réalité, derrière ces causes structurelles de l'inflation on trouve toujours les coûts réels excessifs. Ainsi, en France, le coût du travail est excessif par rapport à celui des pays en voie d'industrialisation rapide et par rapport au coût du capital quel que soit le niveau du taux d'intérêt. Il en résulte un problème de compétitivité vis-à-vis des concurrents étrangers et un phénomène d'accélération de la substitution du capital au travail.

M. Hoffmeyer estime que le système d'objectifs monétaires a l'avantage de faire partie d'un ensemble dans lequel on accepte ou on prévoit un certain taux d'inflation et de croissance. Ces objectifs se tiennent entre

eux et, s'ils ne sont pas atteints, la responsabilité n'incombe pas aux autorités monétaires, mais peut-être aux relations entre partenaires sociaux ou à des difficultés politiques. Le financement non monétaire de la reprise économique tel qu'on le présente en France est une solution parfaite; toutefois, elle ne serait pas possible au Danemark où le niveau d'épargne, malgré les taux d'intérêt très élevés, serait insuffisant. Les banques centrales ont d'excellents arguments pour rejeter les critiques du public. Le développement du chômage est un phénomène indéniable de la dernière décennie qui ne peut être imputé à la politique monétaire car l'expérience a prouvé que l'expansion monétaire entraîne une inflation qui à la longue ne crée pas d'emplois stables.

M. Padoa-Schioppa partage aussi l'avis que le chômage actuel n'est pas de type cyclique et que l'insuffisance des équipements et les coûts excessifs l'expliquent davantage que la faiblesse de la demande. La Commission mène actuellement des études dans ce domaine qui devraient être terminées d'ici une année environ. L'investissement apparaissant comme la seule véritable manière de sortir des difficultés d'emploi, les taux d'intérêt réels ne devraient pas être trop élevés et la consommation devrait être plus modeste. Or, justement, celle-ci est stimulée par les déficits publics, ce qui fait que les banques centrales ne sont pas prêtes à faire baisser les taux d'intérêt, de crainte d'une relance de l'inflation, mais de la sorte la reprise des investissements est rendue plus difficile. En réalité, les deux dangers les plus graves pour les années à venir concernent l'indépendance des banques centrales et l'intégrité du système fondé sur le libre échange. Pressés par leur opinion publique, les gouvernements pourraient, par exemple, d'une part, tourner l'action des banques centrales par des bonifications de taux d'intérêt ou l'émission de titres à très court terme pour financer le déficit, d'autre part, être tentés par le protectionnisme.

M. Lamfalussy fait part, en se référant aux remarques de MM. de Strycker et de la Genière sur le chômage, de l'expérience belge dans ce domaine. Jusqu'au début de 1980, l'augmentation du chômage en Belgique s'est accompagnée d'une certaine augmentation de l'emploi, les deux mouvements étant compatibles du fait essentiellement de l'accroissement des femmes dans la force de travail. Ce genre de chômage est plus acceptable à la fois socialement et politiquement. Depuis près de 2 ans, l'augmentation



du chômage en Belgique, comme en Europe, est alimentée par la diminution de l'emploi, par des licenciements. A partir de ce moment-là, un élément cyclique peut être invoqué (une certaine déficience de la demande globale) et de toute manière, quelles que soient les causes, ce type de chômage est difficilement accepté et suscite une perception politique et sociale totalement différente.

M. Gleske se déclare très largement d'accord avec les propos tenus par MM. de Strycker, de la Genière et Hoffmeyer: le chômage n'est pas le résultat de la politique monétaire, le relâchement de celle-ci ne donnerait au plus qu'un répit temporaire mais pas de résultats durables. En Allemagne, les investissements se comportent encore relativement bien car il semble que nombre d'entreprises trouvent leur compte à remplacer le coût salarial par un coût en capital. On peut arriver aussi à une situation paradoxale où la baisse du niveau des taux d'intérêt risque peut-être de renforcer cette évolution de rationalisation et de libération de main-d'oeuvre.

M. Gleske partage les conclusions du groupe d'experts sur la nécessité de ne pas accepter une adaptation de la politique monétaire, de lutter contre l'inflation et d'encourager le processus d'ajustement. Dans ce contexte, la Deutsche Bundesbank s'efforce de convaincre les partenaires sociaux, notamment les syndicats, qu'une politique de modération des salaires est dans leur intérêt et qu'elle est indispensable pour réduire durablement le chômage (M. Pöhl a dû précisément s'absenter pour participer à des discussions avec les dirigeants syndicalistes). Les prochaines négociations salariales pourraient se conclure par des résultats de nature à favoriser le processus d'ajustement.

Le Président clôt la discussion en remerciant M. Raymond et le groupe d'experts pour le rapport semestriel extrêmement intéressant qu'ils ont établi. Il souligne que l'annexe 1 a une structure nouvelle (regroupement de l'évolution monétaire en 1981 par grand sujet, masse monétaire, et crédit, ratios de liquidité et de crédit, etc...) qui est plus éclairante et que l'annexe 2, sur le financement des déficits des comptes courants, constitue une mise à jour précieuse du rapport spécial de juin 1981.

Le Président termine en remerciant M. de Strycker d'avoir si bien donné le coup d'envoi de la discussion du Comité et en indiquant que ce dernier devrait revenir en temps voulu sur les grandes questions qui ont été soulevées.

IV. Echange de vues sur l'avenir du SME à la lumière de la session du Conseil européen des 26 et 27 novembre 1981 et sur la base du document préparé par le Comité des Suppléants et intitulé "Questions fondamentales relatives au développement de l'Ecu"

Le Président propose au Comité tout d'abord d'entendre M. Loehnis présenter le document établi par les Suppléants et indiquer les suites qu'il conviendrait de donner à ce document et ensuite de voir si un rapport, probablement oral, devrait être présenté au prochain Conseil ECOFIN du 14 décembre 1981.

M. Loehnis résume les thèmes principaux du document sur lequel les Suppléants ont travaillé pendant plus d'une année. Le document commence par rappeler que les objectifs finals du SME, à savoir l'établissement d'une zone de stabilité en Europe, dépend essentiellement de la réalisation d'un degré plus élevé de convergence ce qui implique la poursuite de politiques internes efficaces et appropriées. Le document examine ensuite comment le développement de l'Ecu pourrait contribuer au mieux à la réalisation de ces objectifs finals. Les Suppléants n'ont pas de vues unanimes à cet égard et le document montre clairement les divergences. Ainsi, par exemple, certains Suppléants estiment que la création globale d'Ecus, mais surtout ceux émis contre crédits, ne peut être maîtrisée que s'il existe un droit de conversion auprès du Fonds monétaire européen, droit qui constituera une contrainte ou une discipline indispensable. D'autres pensent que la convertibilité imposerait des limitations qui rendraient difficile la mise en commun des réserves et considèrent que l'application de règles à la création d'Ecus devrait suffire à maîtriser celle-ci.

Les Suppléants n'ont pas traité en détail la question des pouvoirs à attribuer au FME; il s'agit là d'une question à forte incidence politique mais qui en même temps intéresse au plus haut point les banques centrales puisque le FME toucherait à plusieurs de leurs fonctions principales.

Le document aborde aussi d'autres questions comme celle de l'or: les problèmes qui résultent aujourd'hui des ajustements automatiques en fonction du prix de l'or pourraient être réglés par l'adoption, pour une période assez longue, d'un stock constant (en circuit fermé) des Ecus créés contre avoirs de réserve. Les Suppléants ont également évoqué la question de la détention d'Ecus par des pays tiers pour reconnaître qu'il s'agit là d'une évolution à plus long terme.

En ce qui concerne la suite à donner au document des Suppléants, M. Loehnis indique que les Suppléants ne proposent pas que leur note sur l'Ecu soit transmise au Conseil ECOFIN mais que, compte tenu de l'intention de M. Haberer, ils suggèrent qu'un bref rapport oral du Comité des Gouverneurs soit présenté aux Ministres des Finances le 14 décembre. Les Suppléants ont préparé un projet de note verbale qui retient certains éléments du document sur l'Ecu et mentionne aussi le succès (avec notamment ses causes et ses limites) du fonctionnement du SME depuis sa création.

Le Président remercie M. Loehnis et indique que deux questions se posent: l'une concernant l'exposé que le Comité des Gouverneurs présenterait au prochain Conseil ECOFIN et pour lequel un projet de note a été préparé par les Suppléants; l'autre a trait au développement de l'Ecu qui, selon les Suppléants, est vital pour la phase finale du SME (celle-ci n'étant pas immédiate, un débat de fond n'est peut-être pas indispensable aujourd'hui).

M. de la Genière tient tout d'abord à féliciter les Suppléants pour le travail important qu'ils ont accompli et qui pose clairement les problèmes les plus importants de ce que pourrait être le passage à la deuxième étape du SME. Ce travail appelle néanmoins quelques remarques. En premier lieu, il n'est pas question de prendre position aujourd'hui sur les diverses formules et il convient donc de ne pas donner l'impression qu'il existe, à ce stade, des divergences entre les Gouverneurs. Il y a des approches différentes qui devront être approfondies au moment où le passage à la deuxième étape devra être préparé. En second lieu, sans attendre ce moment, les Suppléants pourraient continuer leurs réflexions sur deux points importants: d'une part, la détention et l'usage d'Ecus par des banques centrales non membres de la CEE, d'autre part, les pouvoirs du futur Fonds monétaire européen qui conditionnent dans une large mesure l'acceptation d'une formule plus ou moins ambitieuse pour les caractéristiques et la gestion de l'Ecu.

En ce qui concerne le prochain Conseil ECOFIN, M. de la Genière souligne la nécessité d'un parallélisme des formes entre le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs et se déclare très largement d'accord avec le projet de note verbale. Ce texte pourrait cependant être modifié quelque peu selon les lignes suivantes. Il conviendrait :

- de supprimer la notion de divergences entre les Gouverneurs,

- de placer sur le même pied les deux problèmes fondamentaux des pouvoirs institutionnels du FME futur et des attributs à conférer à l'Ecu,
- de mentionner, parmi les facteurs qui ont compliqué le fonctionnement du SME, le problème du chômage étant donné les réactions différentes que celui-ci a suscitées dans les pays de la CEE,
- d'indiquer, dans la conclusion de la note, que le Comité se propose de procéder à un examen du fonctionnement du SME depuis sa création, qui devrait notamment mettre en relief les aspects positifs plus nombreux que les aspects négatifs des trois ans d'existence du système et qui pourrait faire apparaître, pour certains points techniques, des possibilités d'amélioration (celles-ci ne sont sans doute pas indispensables et ne pourraient viser qu'à une sorte de phase 1 bis non institutionnelle).

M. O Cofaigh reprend brièvement l'observation faite par M. de la Genière à propos du chômage; il souhaite qu'on renforce la référence à ce problème en indiquant que le chômage a atteint un niveau tel qu'il dépasse les préoccupations d'ordre national et justifierait une action communautaire concertée. Il serait également souhaitable de souligner l'importance de la stabilité à terme dans les économies des pays de la CEE et d'une plus grande convergence entre celles-ci.

M. Arsenis indique qu'il n'a pas d'observations sur la note verbale dans la mesure où elle reflète les vues des Gouverneurs dont les banques centrales participent au SME. En revanche, il présente quelques remarques plus générales sur le système et son développement futur. En premier lieu, la stabilité apparente du SME depuis sa création doit beaucoup aux facteurs externes qui ont eu sur les pays participants une incidence symétrique. On peut donc se demander si dans des conditions différentes (chocs exogènes asymétriques ou déphasage des cycles de la conjoncture) la stabilité aurait pu et pourrait être assurée. En deuxième lieu, si un pays a un déficit en comptes courants dû essentiellement à une dégradation de ses termes de l'échange (et non à une consommation intérieure excessive) sa participation au SME l'obligerait soit à pratiquer une déflation très dure, et peut-être politiquement insupportable, soit à recourir à des opérations en capital qui soutiendraient le cours de change mais risqueraient de dépasser les forces et la capacité du pays. Il se pose aussi la

question plus générale des rapports entre le SME, ses dispositions financières et les objectifs de croissance et d'emploi des différents pays. En d'autres termes, comment le SME peut-il être adapté ou conforme aux obligations financières des pays qui doivent opérer une profonde reconversion structurelle ?

M. Padoa-Schioppa présente deux brèves observations. Le document sur les questions fondamentales relatives au développement de l'Ecu est fondé, dans une large mesure, sur la préoccupation que le développement du SME pourrait être trop orienté vers un laxisme monétaire. L'avenir du système doit, sans aucun doute, être lié étroitement à la stabilité monétaire mais un meilleur équilibre devrait être établi entre l'Ecu considéré comme un actif de réserve attrayant pour les pays excédentaires et l'Ecu utilisé principalement par les pays déficitaires comme instrument de paiement.

En ce qui concerne la phase 1 bis évoquée par M. de la Genière, M. Padoa-Schioppa précise que, même s'il ne s'agit que de "petits pas", ils devraient s'inscrire dans la direction de la phase institutionnelle qui a été esquissée dans le document des Suppléants sur l'Ecu.

M. Zijlstra marque son accord sur l'utilisation suggérée pour les deux documents, celui sur l'Ecu et la note verbale, ainsi que sur l'idée d'étudier les possibilités d'aménagement. Sur ce dernier aspect, il convient toutefois d'être très prudent et de ne rien promettre de précis car les "petits pas" pourraient cacher des surprises.

Le Président résume le débat comme suit:

- le Comité est d'accord pour faire au prochain ECOFIN une déclaration s'inspirant du projet de note verbale et tenant compte des observations faites,
- les remarques de M. de la Genière sur la détention et l'utilisation des Ecus par des banques centrales hors de la CEE et sur les pouvoirs institutionnels du FME ainsi que les réflexions de M. Arsenis ne sont pas de nature à être incorporées dans la note verbale mais devraient faire l'objet ultérieurement de travaux ou de discussions.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Echange de vues sur les règles et les procédures susceptibles d'être retenues à l'avenir pour la désignation du Président du Comité

Le Président indique qu'une note du Secrétariat, en date du 23 octobre 1981, d'une part rappelle les règles et pratiques actuelles (à savoir la désignation du Président selon l'ancienneté des membres dans le Comité) qui remontent à mars 1972, d'autre part expose diverses formules possibles pour l'avenir, telles que la rotation selon l'ordre alphabétique ou selon l'ordre d'ancienneté dans lequel les banques centrales de la CEE ont assuré la Présidence ou encore une formule ad hoc. Il semble que, même si elle a parfois été sollicitée, la règle actuelle de l'ancienneté n'a pas démerité, durant près de 10 années d'application, et que les Gouverneurs ont une certaine préférence pour un système assez souple.

En raison de l'heure avancée, le Comité n'engage pas un débat mais le Président précise que la question pourra être reprise lors d'une séance ultérieure.

- Fixation des quotes-parts futures de l'Espagne et du Portugal dans le système de soutien monétaire à court terme

Le Président informe les Gouverneurs que, lors de sa session du 16 novembre 1981, le Comité monétaire a marqué son accord sur les plafonds d'engagement pour le concours financier à moyen terme que la Commission a suggérés dans sa note datée du 2 septembre 1981 (II/378/81) pour l'Espagne et le Portugal. En conséquence, le Président propose aux Gouverneurs de confirmer l'accord qu'ils ont conclu lors de leur séance du Comité du 10 novembre 1981; cet accord qui a fait l'objet d'une inscription au procès-verbal de cette séance:

- fixe comme suit les montants des quotes-parts dans le soutien monétaire à court terme des banques centrales d'Espagne et du Portugal, quotes-parts débitrices de Ecus 725 millions pour l'Espagne et de Ecus 145 millions pour le Portugal; quotes-parts créditrices de Ecus 1.450 millions pour l'Espagne et de Ecu 290 millions pour le Portugal;

- rappelle la limitation concernant l'utilisation des rallonges débitrices par les banques centrales d'Espagne et du Portugal qui serait appliquée à ces deux institutions aussi longtemps qu'elles ne participeront pas au mécanisme de change du SME.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 12 janvier 1982 à 10 heures.

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

NOVEMBRE 1981

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 novembre 1981 et les premiers jours de décembre 1981.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Les marchés des changes ont été marqués en novembre par des fluctuations de cours plus limitées que durant la période précédente. Les principales caractéristiques peuvent être résumées comme suit:

- la forte décrue des taux d'intérêt américains avec, pour conséquence, l'affaiblissement du dollar EU par rapport à toutes les grandes monnaies;
- l'appréciation continue du yen japonais;
- la relative fermeté de la livre sterling.

La baisse prononcée des taux d'intérêt américains a été due principalement au fait que divers indicateurs économiques ont confirmé l'affaiblissement sensible de l'activité économique. Les taux débiteurs de base aux Etats-Unis ont fléchi d'environ 2%, à 15 3/4 - 16%, en novembre, tandis que les taux de l'euro-dollar à trois mois ont reculé d'un peu plus de 3 1/2%. Suivant cette évolution, la Banque de Réserve fédérale a réduit son taux d'escompte de 14% à 13% à compter du 2 novembre et a aboli plus tard dans le mois la surtaxe de 2%. Etant donné que les taux d'intérêt sur

---

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



les autres grandes monnaies ont enregistré des baisses sensiblement plus faibles, les écarts de taux d'intérêt ont nettement joué au détriment du dollar EU.

La dépréciation moyenne du dollar EU par rapport aux monnaies du SME a été de 2,2%, tandis que les baisses vis-à-vis du yen, de la livre sterling et du franc suisse ont atteint 8,4%, 6,7% et 4,7% respectivement.

En dépit de mouvements assez importants entre certaines des monnaies participant au SME, le système est demeuré relativement à l'abri de tensions au cours du mois de novembre. L'écart moyen entre la monnaie la plus fortes et la plus faible s'est chiffré à 1,95%, et il n'y a pas eu d'interventions aux limites bilatérales.

Tout au long du mois de novembre, le deutsche mark a été la monnaie la plus faible à l'intérieur de la bande instaurée lors du réalignement du début d'octobre. Il s'est ressenti de l'attente qui ne s'est pas réalisée - d'une réduction imminente du taux lombard spécial. Ces anticipations étaient engendrées à la fois par la faiblesse de l'activité économique et par l'amélioration de la situation des paiements courants. Le deutsche mark s'est apprécié de 2,2% par rapport au dollar EU, mais il a fléchi de 2,5% et 4,5% respectivement vis-à-vis du franc suisse et de la livre sterling.

La couronne danoise a continué d'être la monnaie la plus forte du système tout au long du mois.

La livre irlandaise s'est montrée assez ferme durant la majeure partie du mois, et la Central Bank of Ireland a acquis un montant relativement faible de dollars EU.

Le florin néerlandais, bénéficiant de l'excédent de la balance des paiements courants et de l'amélioration des perspectives en matière d'inflation, a quitté le niveau de 0,65% au-dessous du centre de la bande qu'il occupait au début du mois pour passer juste au-dessus du centre à la fin du mois. Ce redressement du cours du florin a permis à la Nederlandsche Bank d'acquérir de grandes quantités de dollars EU et de deutsche marks.

Le franc français a occupé la deuxième position dans le système durant tout le mois, tout en marquant une tendance moins favorable qu'en octobre, notamment au cours de la première décade.

Sur l'ensemble du mois, le franc belge a montré une tendance au fléchissement du fait que la situation politique et les perspectives économiques ont commencé à susciter de nouveau des préoccupations. Cet affaiblissement s'est produit malgré les interventions assez importantes de la Banque Nationale et la vente directe, dans le marché, du produit d'emprunts substantiels contractés en monnaies étrangères par des institutions semi-officielles.

Afin de s'opposer à un fléchissement de la lire italienne la Banca d'Italia a soutenu d'une manière substantielle sa monnaie au moyen de ventes de dollars.

La livre sterling s'est montrée assez ferme, comme en témoigne le gain de 3,3% de son taux de change effectif. La monnaie britannique s'est également appréciée de 6,7% par rapport au dollar EU et de 4,5% en moyenne à l'égard des monnaies du SME. La vigueur de la livre a été due particulièrement à l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt par rapport au dollar EU ainsi qu'à la détermination continue des autorités du Royaume-Uni de lutter contre les pressions inflationnistes.

La drachme a été stable par rapport aux monnaies du SME, mais s'est appréciée de 2,2% par rapport au dollar EU.

Sous l'effet essentiellement de l'application d'une politique monétaire rigoureuse, le franc suisse a été très ferme, nonobstant certaines fluctuations très erratiques. Durant le mois, il s'est apprécié de 2,5% en moyenne par rapport aux monnaies du SME et de 4,7% à l'égard du dollar EU.

Le yen japonais s'est très fortement redressé par rapport à l'ensemble des autres monnaies au cours du mois, gagnant 9,6% sur une base pondérée en termes de commerce. A l'égard du dollar EU, il s'est apprécié de 8 1/2% pour atteindre son niveau le plus élevé depuis début mai 1981. L'appréciation du yen a été due à la réduction de l'écart de taux d'intérêt par rapport au dollar EU et à l'accroissement de l'excédent commercial.

La couronne suédoise s'est dépréciée de 0,3% sur la base de son taux de change effectif, malgré des ventes de dollars substantielles par la banque centrale. La couronne norvégienne a été assez ferme s'appréciant de 4,4% par rapport au dollar EU et de 1,7% vis-à-vis des monnaies du SME, tandis qu'en termes de taux de change effectif, l'appréciation a été d'environ 2%.

Le dollar canadien s'est renforcé de 2% par rapport au dollar EU, pour clôturer à \$EU 0,85; les écarts de taux d'intérêt ont été nettement favorables au dollar canadien, et des organismes canadiens ont converti en monnaie nationale des proportions très importantes du produit de leurs emprunts à l'étranger. En outre, le budget de l'administration fédérale présenté le 12 novembre 1981 a été considéré comme modérément restrictif et a conforté l'évolution favorable de la monnaie canadienne.

## II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les achats nets de dollars EU en novembre se sont élevés à \$0,9 milliard. Les achats et ventes bruts se sont inscrits respectivement à \$3,9 milliards et \$3,0 milliards, contre \$2,5 milliards et \$4,7 milliards en octobre. La banque du Canada a été de loin le plus gros acheteur. La Nederlandsche Bank et la Banque Nationale Suisse ont effectué également des achats importants. Les plus gros vendeurs nets ont été la Banca d'Italia et la Sveriges Riksbank. La Deutsche Bundesbank et la Bank of England ont effectué des interventions assez importantes dans les deux sens, mais au total elles ont été toutes deux acheteuses nettes de dollars.

## III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes se sont élevées à l'équivalent de \$EU 0,7 milliard durant le mois. Elles ont consisté, pour plus de 80%, en achats de deutsche marks contre florins néerlandais et francs français. une partie de ces achats ayant servi à rembourser des dettes auprès du FECOM. Pour le reste, il s'est agi d'achats de marks contre livres sterling et francs suisses. Toutes les interventions effectuées par les pays du SME ont été faites à l'intérieur des marges bilatérales.

\* \* \*

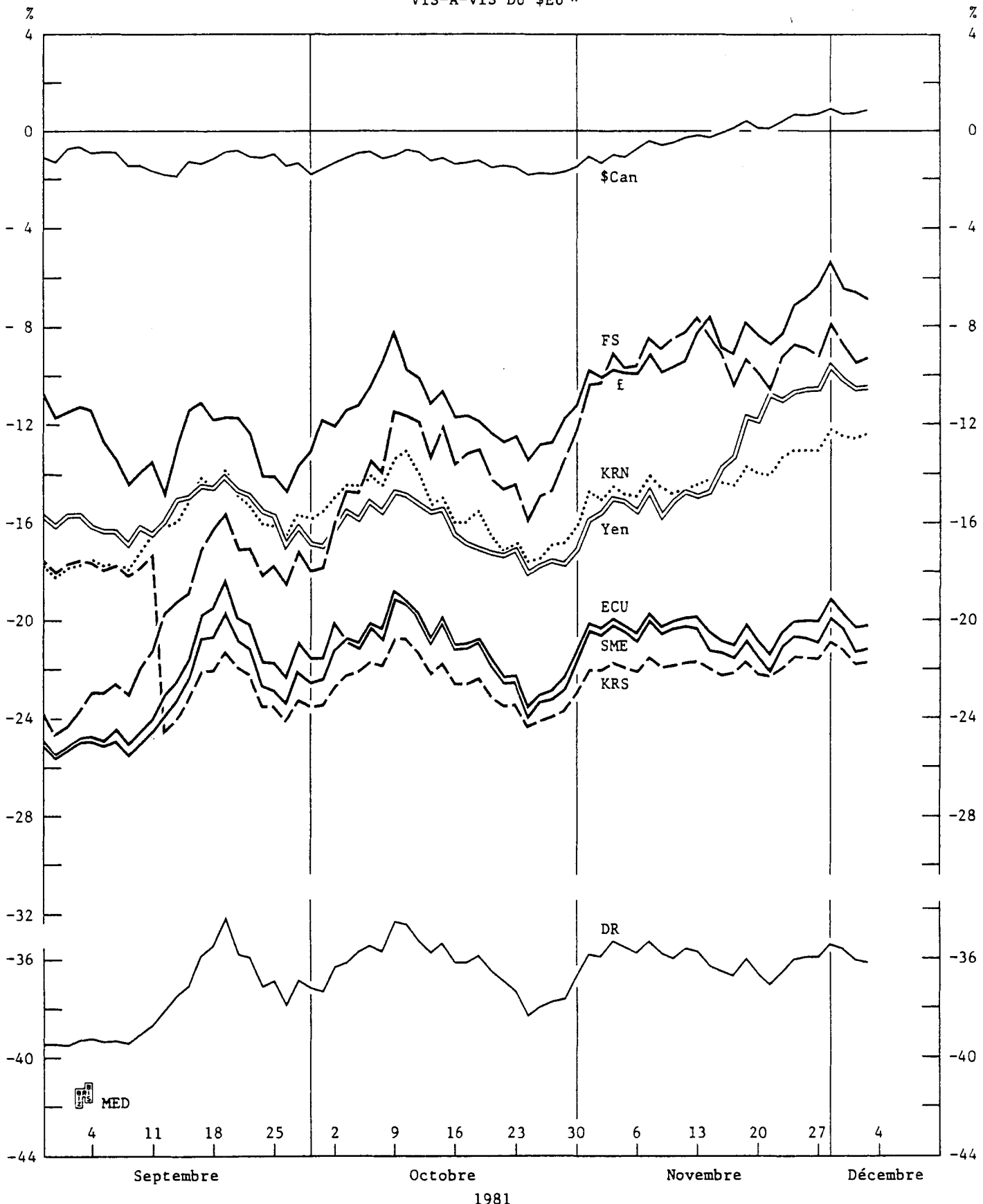
Les deux premiers jours de décembre, les taux d'intérêt américains se sont légèrement tendus, du fait que le marché a commencé de se demander s'il pouvait y avoir encore une possibilité de nouvelles baisses des taux d'intérêt à court terme dans un avenir proche. Il en est résulté un redressement de la monnaie américaine par rapport à toutes les autres monnaies jusqu'à l'annonce par la Réserve fédérale, le jeudi 3 décembre 1981, de la réduction du taux de l'escompte. Au total, durant les quatre premiers jours de décembre, le dollar s'est redressé de près de 1% par rapport à la livre sterling et de 1,1% en moyenne à l'égard des monnaies du SME.

Au sein du Système monétaire européen, le fait le plus notable a été l'affaiblissement très marqué du franc belge, qui a atteint à plusieurs reprises sa limite inférieure à l'égard de la couronne danoise. Sous l'effet des pressions s'exerçant sur la monnaie belge, la bande a été proche, depuis le 2 décembre, de sa largeur maximale autorisée.

La Deutsche Bundesbank a ramené son taux lombard spécial de 11% à 10 1/2%, avec effet au 4 décembre. Le même jour, la Nederlandsche Bank a réduit de 1% à 1/2% sa surtaxe sur les avances consenties aux banques en plus de leurs contingents normaux de crédits. Le franc suisse s'est légèrement affaibli par rapport au dollar EU et aux monnaies du SME. A compter du 4 décembre, la Banque Nationale Suisse a abaissé de 1/2%, à 7%, le taux de ses avances sur titres.

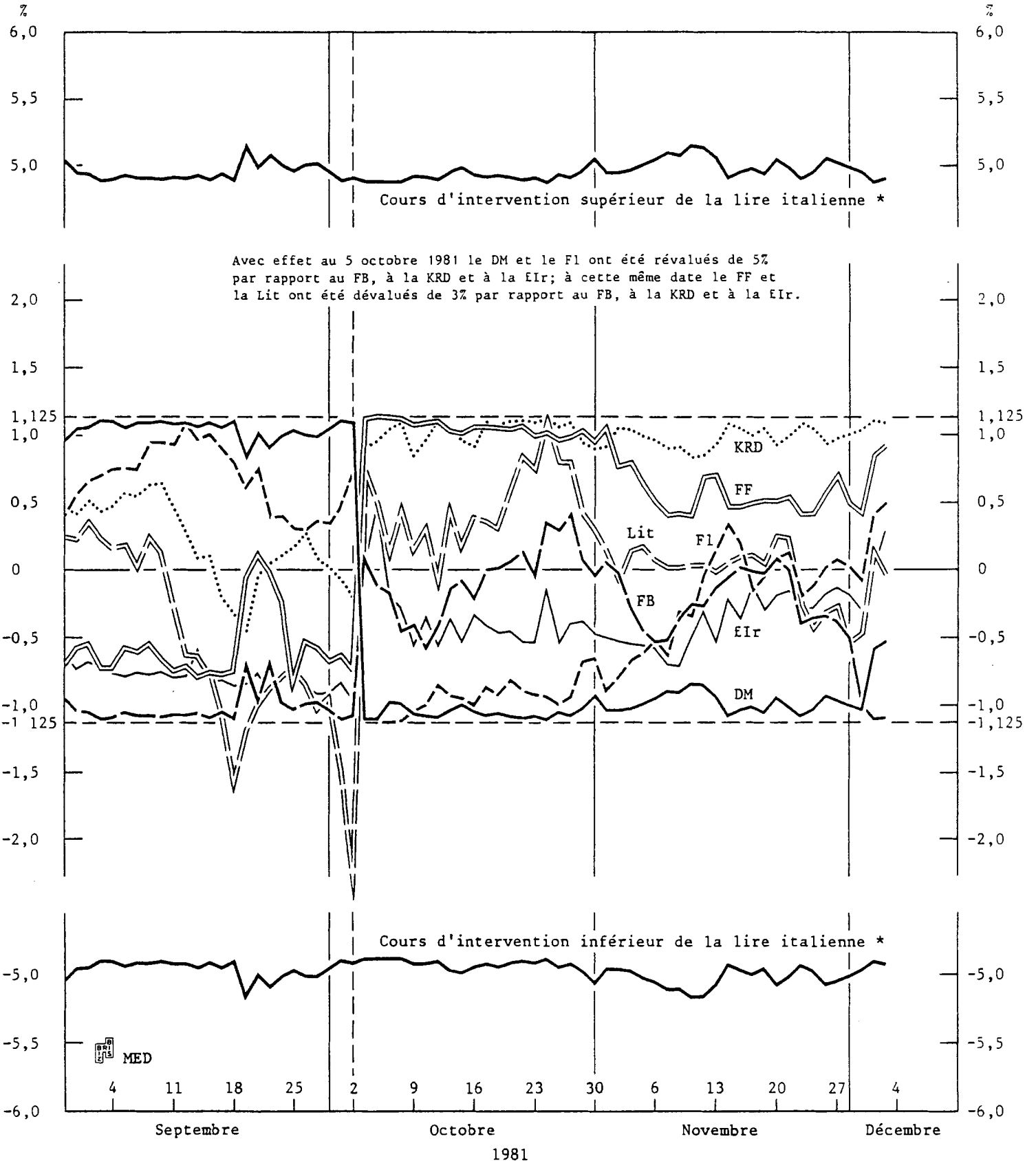
Les ventes nettes de dollars EU se sont élevées à \$0,8 milliard. La Bundesbank s'est montrée la plus active à la vente. Les interventions brutes en monnaies européennes ont atteint au total \$0,1 milliard et ont été effectuées en quasi-totalité à l'intérieur des limites bilatérales.

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  
 VIS-A-VIS DU \$EU \*



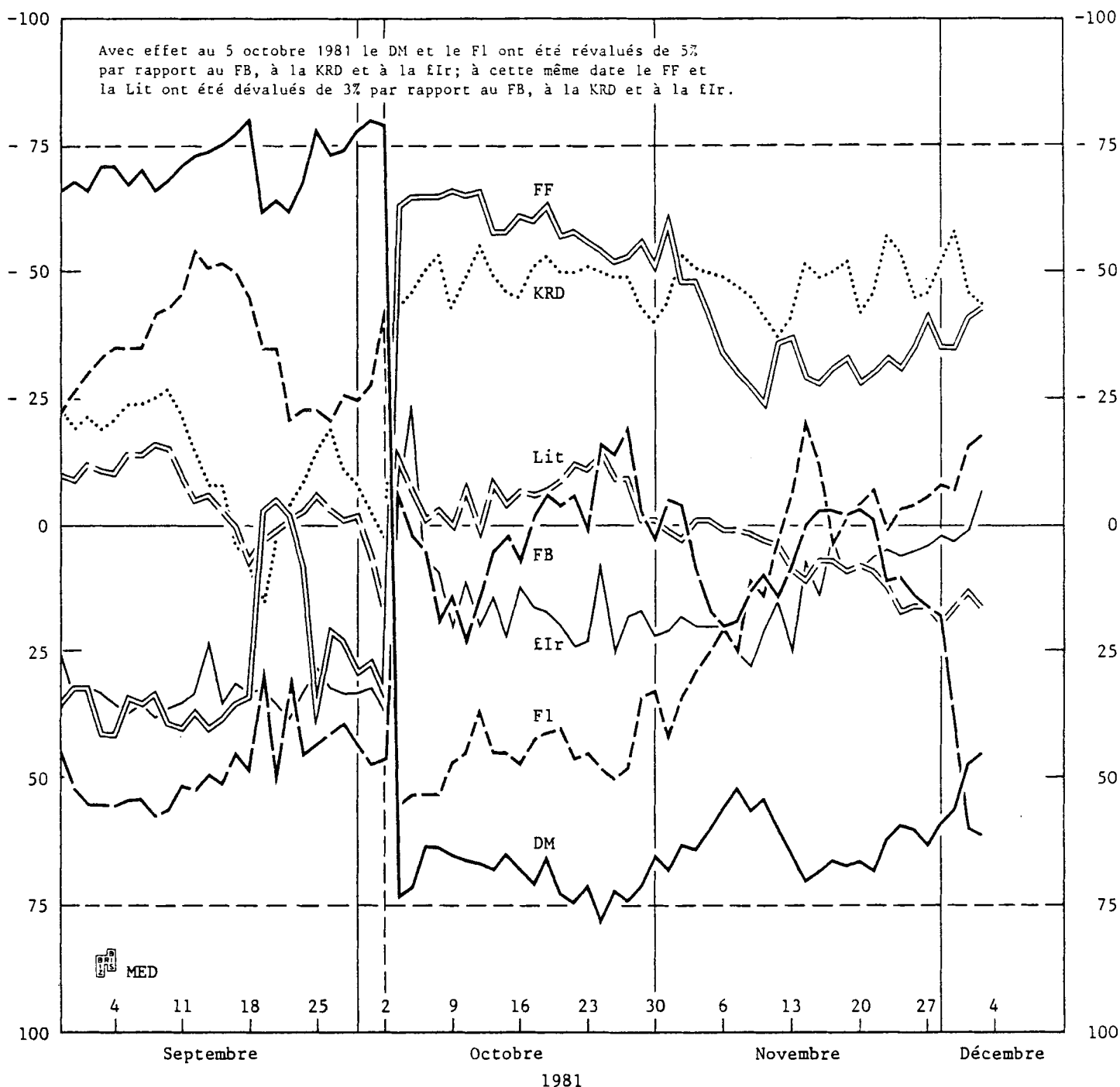
\* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés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

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



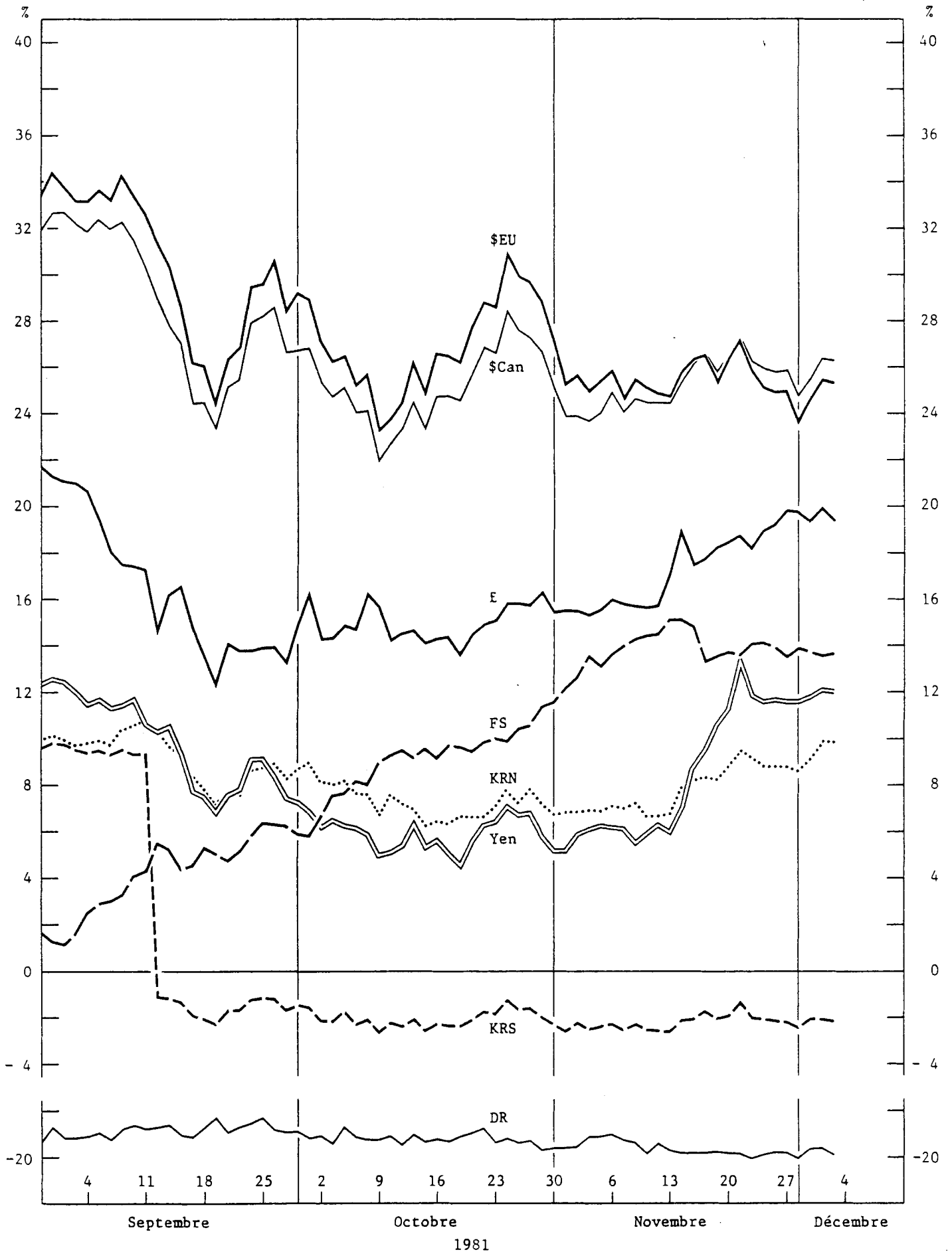
\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de  $\pm 2,25\%$ .

## 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  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . 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.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES  
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU  
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978 \*



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