

PROCES-VERBAL* DE LA 166e SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 MAI 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 Masera; 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, Kloft et von Rosen; 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. Reynolds; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Padoa-Schioppa et Kees; 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 Ajoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 165e séance

Le Président indique que le Secrétariat n'a pas reçu jusqu'ici d'amendement. Toutefois, étant donné que le projet de procès-verbal a été distribué relativement tard (une semaine avant la séance d'aujourd'hui), puisque le Comité n'a siégé que le 20 avril, les Gouverneurs pourront disposer d'une semaine supplémentaire, c'est-à-dire d'ici le 18 mai 1982, pour communiquer au Secrétariat leurs remarques éventuelles. A cette date, le procès-verbal sera considéré comme définitivement adopté, étant entendu que les amendements proposés seront incorporés dans le texte définitif.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du Comité du 14 juin 1982, et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

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

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois d'avril et des premiers jours de mai 1982;
- Adoption par le Comité du Rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

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

Le Président remercie M. Dalgaard 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 20 établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond;
- de la série mensuelle de statistiques.

A. Exposé de M. Raymond

Les résultats des politiques monétaires et surtout économiques en 1981 ont été généralement plus mauvais que ceux de 1980 et que les prévisions ou objectifs qui avaient été adoptés par les gouvernements et les banques centrales. Au cours des derniers mois, une certaine amélioration s'est produite dans la plupart des pays de la CEE, mais, comme elle a été inégalement répartie, elle n'a pas contribué, bien au contraire, à améliorer la convergence des résultats.

Cette amélioration a été enregistrée en particulier dans le domaine de la balance des paiements où elle reflète, dans une large mesure, le ralentissement de l'activité économique et a pour contrepartie une aggravation du chômage. En termes de paiements courants, les écarts restent toutefois grands entre les positions des divers pays. Les progrès sont plus inégaux en matière de prix, certains pays conservant une inflation au niveau élevé

antérieur alors que d'autres, malgré la pression exercée par le cours du dollar, ont réussi à réduire le taux d'inflation. Les résultats sont encore plus diversifiés dans le domaine des politiques budgétaires, les déficits tendant à se contracter dans certains pays mais à s'aggraver dans d'autres. A cette divergence des résultats s'ajoute une divergence des orientations, du fait que dans plusieurs pays des efforts sont entrepris pour réduire les déficits en s'attaquant notamment aux dépenses publiques, alors que dans d'autres pays l'instrument budgétaire est utilisé au contraire comme un levier pour stimuler l'activité. En ce qui concerne les politiques des revenus, les actions menées semblent plus uniformes dans la Communauté mais un certain scepticisme plane sur les résultats à attendre quant à la modération de la progression des salaires et autres revenus et de l'indexation.

Dans le domaine strict des banques centrales, les conflits entre politiques budgétaires et politiques monétaires persistent dans beaucoup de pays et se traduisent par des tensions sur les taux d'intérêt, notamment des marchés de capitaux. Il n'en reste pas moins que les progrès accomplis au cours des derniers mois et leur continuation possible ménagent quelques perspectives d'adoucissement de la contrainte monétaire. Ces perspectives existent seulement dans les pays qui ont obtenu une amélioration en matière de prix et de paiements courants et ces pays ont déjà agi surtout sur les taux d'intérêt.

Le groupe d'experts a aussi examiné, comme d'habitude, les relations entre les politiques monétaires et le SME; son sentiment est que, si les divergences dans les résultats et les politiques économiques persistent, des ajustements de cours-pivots plus fréquents ou plus importants s'imposeront. En partant de l'examen des derniers réalignements, le groupe a brièvement comparé les conséquences pour les politiques monétaires de deux stratégies différentes. L'une consiste à retarder le plus possible les réalignements et à les faire alors avec ampleur; une telle formule semble plus conforme à la philosophie du SME et donne de meilleures chances de rétablissement des équilibres financiers dans les pays à monnaie faible à condition que les ajustements soient accompagnés de politiques de stabilisation interne. La seconde stratégie consiste à procéder à des réalignements

plus fréquents et plus limités; leurs conséquences sur l'inflation interne sont moins perturbantes mais ils sont de nature à réduire la crédibilité du SME.

En arrière plan de leurs conclusions, les experts ont le sentiment que, même si l'évolution dans certains pays tiers a une influence sur la situation et la cohésion dans la Communauté, les problèmes au sein de celle-ci justifient dans une large mesure le ton pessimiste des conclusions.

B. Exposé de M. Dini

M. Dini rappelle que, selon le souhait exprimé par les Gouverneurs, les rapports du "groupe Raymond" feront désormais l'objet d'un premier examen par les Suppléants. Ceux-ci ont donc examiné le Rapport No 20 et ont distingué en particulier les trois questions ci-après:

- le problème du SME, qui doit concilier des résultats et des politiques économiques divergents, est aggravé par le fait que les deux plus grand pays, qui respectent la marge étroite de fluctuations, suivent des politiques divergentes. Dans ces conditions, le relâchement des pressions sur les marchés des changes qu'entraîne un réalignement n'est plus aussi durable, car les opérateurs tiennent compte dans leurs calculs des conséquences des divergences dans les éléments fondamentaux. Dans la mesure où ces éléments ont été à l'origine des mouvements récents des taux de change, on peut se demander si un nouvel adoucissement de la politique monétaire dans les pays à monnaie forte contribuerait véritablement à une meilleure cohésion;
- l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire a été rendue plus difficile, dans plusieurs pays, par les innovations financières qui influencent la croissance des agrégats utilisés comme objectifs. Ainsi, durant la période sous revue, fin 1981 début 1982, le niveau élevé et croissant des taux d'intérêt réels ferait conclure à une restriction monétaire appréciable alors que le dépassement des objectifs monétaires permettrait de penser à un desserrement de la politique monétaire. La question se pose donc de savoir s'il ne conviendrait pas de se référer à plusieurs indicateurs pour obtenir une vue plus valable et plus complète de la situation monétaire;

- une question voisine tient au conflit durable, dans la plupart des pays, entre les politiques budgétaires et les politiques monétaires et à son impact sur l'efficacité des instruments monétaires. Les importants besoins de financement public poussent à l'innovation financière et de ce fait créent des problèmes pour l'interprétation et le contrôle des objectifs monétaires.

Sur la base de ces deux dernières questions, certains Suppléants ont suggéré que le "groupe Raymond" établisse un rapport spécial sur l'utilisation et l'interprétation des agrégats monétaires en tant qu'objectifs et indicateurs de la politique monétaire, à la lumière de l'expérience récente.

C. Discussion du Comité

Le Président remercie MM. Raymond et Dini pour leur exposé et souligne que le Rapport No 20 confirme la position que les Gouverneurs ont déjà prise lors des discussions sur d'éventuels amendements à apporter au SME, à savoir que la question de la convergence est au centre des préoccupations.

M. Richardson félicite M. Raymond et son groupe pour la qualité du rapport et son articulation par thème qui en fait un texte beaucoup plus utile et facile à consulter. Il présente quelques commentaires sur les résultats enregistrés au Royaume-Uni et sur les questions évoquées par M. Dini. Le budget de l'année financière écoulée a fait ressortir un besoin de financement de 8,5 milliards de livres, soit 3,5% du PIB, qui est nettement inférieur aux 10,5 milliards qui avaient été prévus. La croissance monétaire, en termes de £M3 , a souvent excédé en 1981 la fourchette-objectif mais s'est modérée sensiblement au cours des derniers mois. Trois facteurs ont principalement joué dans ce dépassement: la grève dans la fonction publique pendant cinq mois, l'entrée des "clearing banks" dans le domaine de l'octroi de crédits hypothécaires pour le logement, les variations dans la préférence de liquidité du secteur privé. Dans ces conditions, la Bank of England a été amené à suivre l'évolution d'une gamme d'agrégats monétaires allant au-delà de £M3 ainsi que l'évolution des résultats globaux de l'activité économique. Malgré les difficultés prévisibles, £M3 a été choisi car il s'agit d'un agrégat large qui comprend les contreparties du crédit et le besoin de financement du secteur public, et qui se révèle ainsi utile lors des discussions budgétaires. La forte appréciation de la livre sterling a aussi exercé un effet monétaire restrictif; le taux de change

joue d'ailleurs un rôle plus net dans la détermination de la politique. Au total, si l'on prend également en compte les taux d'intérêt réels, la politique monétaire a été et reste restrictive et les résultats dans l'économie réelle, notamment sur le front de l'inflation, sont encourageants. En outre, l'expérience montre qu'en matière de politique monétaire il convient d'avoir une vue nuancée et diversifiée de l'évolution des agrégats ou indicateurs et de ne pas trop se fier à des relations mécaniques ou simplistes.

D'une manière plus générale, M. Richardson constate que le Rapport No 20 montre moins de préoccupations à propos de la politique monétaire et des taux d'intérêt aux Etats-Unis et il se demande si, en réalité, ce problème est passé maintenant au second plan. Il ajoute enfin que le rapport des experts et l'exposé de M. Dini soulignent, à juste titre, le fait que les divergences entre les Etats membres portent non seulement sur les résultats mais aussi sur les politiques économiques qui sont délibérément poursuivies et que ce fait a déjà été mis en relief par le Gouverneur Ciampi lorsqu'il a présenté aux Ministres des Finances la position des Gouverneurs sur les possibilités d'amélioration du SME.

M. Pöhl félicite les auteurs du rapport dont il peut accepter entièrement le texte et formule deux observations principales ayant trait aux réalignements et à la marge de manoeuvre de la politique monétaire en République fédérale.

1. Les divergences dans les évolutions économiques doivent être réduites de temps en temps par des ajustements de cours-pivots, mais ceux-ci ne doivent être ni trop fréquents ni trop rares, sinon un trop grand besoin de réévaluation ou de dévaluation s'accumule, suscitant inquiétude, insécurité et spéculation sur les marchés. En outre, les réalignements ne sauraient remplacer la nécessité d'assurer une meilleure convergence, c'est-à-dire d'orienter vers les mêmes objectifs les politiques économiques, car à la longue, s'ils sont trop importants et trop fréquents, ils ne font qu'accentuer les divergences.

2. En ce qui concerne la marge existante pour une politique monétaire plus expansionniste, il n'est pas sûr que les taux d'intérêt américains continuent d'avoir autant d'importance qu'il y a six ou douze mois et que, s'ils baissaient vraiment, les pays européens pourraient adoucir sensiblement

leur politique monétaire. Une baisse des taux américains reste certes souhaitable et importante; elle n'est pas toutefois la seule solution aux problèmes actuels. Depuis octobre 1981, la Bundesbank a procédé à cinq réductions successives de ses taux qui déterminent les taux du marché monétaire; les taux du marché financier ont également baissé à moins de 9%, ce qui donne un taux réel élevé de 3,5 à 4%. Un recul décisif des taux américains, par exemple de trois points (ce qui n'est pas l'avis des augures à l'heure actuelle), ne pourrait pas être suivi d'une baisse identique des taux en Allemagne. Une des raisons tient au fait qu'au niveau actuel des taux une certaine accélération de l'expansion monétaire est déjà à craindre et pourrait dépasser l'objectif fixé. Celui-ci conserve une valeur d'engagement même si des écarts appréciables ont été tolérés consciemment, par exemple en 1978 lorsque le dollar déclinait et le mark s'appréciait. Cet exemple montre que le cours de change a parfois influencé la politique monétaire et que la Bundesbank s'est accommodée d'écarts, par rapport à l'objectif, vers le haut ou vers le bas, tout en maintenant la croissance monétaire sur plusieurs années dans une bande médiane.

M. Pöhl conclut en indiquant que les situations sont très variées dans la Communauté: certains pays ont une inflation, une expansion monétaire et une balance des paiements telles que, même si les taux d'intérêt américains et allemands baissaient, ils n'auraient guère de marge exploitable pour une politique monétaire de relance.

M. Duisenberg exprime également son appréciation pour le travail du groupe d'experts ainsi que pour la préparation de la discussion faite par les Suppléants. Le rapport souligne, à juste titre, l'aggravation des divergences non seulement des résultats mais des politiques menées consciemment. Il s'agit là d'un problème crucial sur lequel les Gouverneurs devraient centrer leurs réflexions d'aujourd'hui et des mois à venir. Ces divergences peuvent être corrigées en partie par les réalignements mais ceux-ci ont tendance à accentuer les écarts d'inflation et donc les divergences. En outre, comme les ajustements de cours-pivots minent fortement la crédibilité du SME, il serait souhaitable, après celui de février 1982, d'avoir une période de grâce assez longue.

En ce qui concerne la fixation d'objectifs monétaires sous forme de chiffres précis ou de fourchettes, M. Duisenberg rappelle qu'aux Pays-Bas on n'a pas suivi cette mode nouvelle et qu'on utilise une formule plus

souple, à savoir un taux de liquidité de l'économie qui permet notamment de s'opposer, ex ante, à certains laxismes en matière budgétaire. L'étude par les experts des problèmes liés aux objectifs monétaires sera utile et intéressante.

M. Ortolí estime également que le Rapport No 20 est excellent et suggère que, si la question du SME vient en discussion lors de la réunion informelle des Ministres et Gouverneurs du 17 mai, ceux-ci présentent leurs réflexions sur les problèmes qui sont exposés dans le rapport. Comme M. Pöhl l'a indiqué, les réalignements ne doivent avoir lieu ni trop tard, ni trop tôt, mais aussi pas trop souvent. Le SME ne peut pas fonctionner avec une convergence temporaire résultant d'ajustements des cours-pivots; il exige une convergence plus fondamentale dont la réalisation pourrait être facilitée par une meilleure utilisation des mécanismes, une meilleure réflexion sur les divers types d'objectifs monétaires et un débat plus approfondi, plus franc et plus critique sur les politiques menées dans les différents pays. Le débat sur les orientations budgétaires au niveau du Conseil devrait se faire dans cet esprit en juin ou juillet. De même, en matière de politique de revenus, les initiatives et le risque politique que la Commission a pris dans sa recommandation sur l'indexation devraient recueillir un soutien actif, au moins de ceux qui sont contre l'indexation.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, M. Ortolí reconnaît qu'une baisse des taux américains ne changera pas fondamentalement la situation individuelle des pays de la CEE, certains ayant déjà réduit leurs taux, tandis que les autres peuvent difficilement le faire tant que leurs taux d'inflation restent très élevés. Il est évident cependant que, étant donné que dans la plupart des pays il n'existe pas de marge de manoeuvre sur les plans monétaire et budgétaire, la seule marge collective possible apparaît dans un desserrement du carcan international des taux d'intérêt, qui devrait commencer aux Etats-Unis.

M. Hoffmeyer indique qu'il partage largement les idées que la Commission a avancées en matière d'indexation; se référant au rapport, dont il loue la qualité, il présente les commentaires ci-après. Une correction réussie dans le sens de la convergence a été opérée au Danemark dès 1975-1976, en particulier dans le domaine des salaires. En effet, le tableau E montre que depuis cette époque les salaires réels ont enregistré une baisse (celle-ci est encore plus forte si l'on tient compte que le prix de l'énergie

et la fiscalité indirecte sur l'énergie n'entrent pas dans l'indice des prix) au point que le revenu réel disponible a diminué de 10 à 12% en quelques années. Cette politique a permis un ajustement important de la balance des paiements qui aurait été excédentaire sans la détérioration des termes de l'échange, mais elle a conduit à un changement de majorité politique. Le nouveau gouvernement a revu les priorités; il a donné, en particulier, le premier rang à l'emploi et n'est pas favorable, en principe, à une politique monétaire restrictive. En réponse à des questions de M. Pöhl, M. Hoffmeyer précise que les hommes politiques danois semblent toutefois admettre, d'une part, que même si les taux d'intérêt réels sont très élevés (8 à 10%) une baisse des taux aux Etats-Unis et en Allemagne ne sera pas suivie au Danemark, d'autre part, que des réalignements trop fréquents sont à éviter.

Après avoir remercié M. Raymond et son groupe pour l'excellent rapport, M. Arsenis présente deux observations. Dans une Communauté de dix pays, les gouvernements, inévitablement, n'ont pas la même vision des priorités en matière de politique économique et les conditions de départ ne sont pas identiques. Aussi la question centrale qui se pose est-elle de savoir comment on peut créer un système monétaire stable qui donnerait une stabilité relative des cours de change alors que les politiques nationales tendent à diverger et que les économies des différents pays ne sont pas toutes dans la même phase. L'absence ou la difficulté de la réponse à cette question constitue la raison principale de l'hésitation de la Grèce à participer aux mécanismes du SME. Il est manifeste toutefois que les seuls arrangements de change ne sont pas suffisants et que pour être stable et viable le SME devrait comporter des arrangements financiers compensatoires pour permettre de soutenir les pays dont l'économie risque, à certains moments, de ne pas être en phase avec celles de leurs partenaires.

En ce qui concerne l'économie grecque, M. Arsenis indique que la mise en place d'un nouveau gouvernement fin 1981 a retardé l'adoption du budget 1982 et la formulation de la politique monétaire qui ne s'est faite que fin avril. Il s'en suit que plusieurs des données qui sont présentées dans le Rapport No 20 sont à corriger. Ces corrections tendent, dans l'ensemble, à réduire de manière significative les chiffres concernant notamment pour 1982 le déficit public, l'expansion du crédit au secteur privé et la hausse des charges salariales.

M. Lamfalussy partage l'avis de M. Ortolí que le niveau général des taux américains n'influence pas fondamentalement la situation relative

des pays à l'intérieur de la CEE. On pourrait même imaginer que la baisse des taux aux Etats-Unis, en renforçant le deutsche mark, accroîtrait les tensions au sein du SME. Une telle baisse, en valeur nominale et réelle, est néanmoins souhaitable, étant donné l'influence que ces taux exercent sur l'activité économique aux Etats-Unis et par voie de conséquence dans l'ensemble du monde. Il faut également ajouter que des taux d'intérêt réels de 4 à 5%, comme actuellement en Allemagne, sont normaux quand les économies croissent à un rythme réel équivalent (par exemple, dans les années 60), mais deviennent très lourds dans des économies en semi-stagnation.

A propos des techniques de régulation monétaire, M. Lamfalussy signale que, lors d'un séminaire récent sur ce thème, il a ressenti un grand désarroi chez ceux (notamment aux Etats-Unis et au Canada) qui avaient prôné pendant longtemps l'application rigoureuse et l'observation à très court terme d'objectifs de croissance de la masse monétaire. Il sera donc intéressant que le "groupe Raymond" étudie ces techniques opérationnelles de la politique monétaire sur lesquelles une appréciation convergente semble se développer.

M. de la Genière indique qu'en matière de technique monétaire l'attitude en France est pragmatique. Si l'objectif monétaire quantitatif est important, il fait souvent l'objet d'arbitrages avec d'autres objectifs tels que le niveau des taux d'intérêt et le taux de change. Le dosage des objectifs dans les divers pays de la CEE est plus ou moins implicite et peut aussi varier sensiblement en fonction de l'importance des relations internationales par rapport au marché intérieur. Aussi l'étude de ces questions par les experts sera-t-elle très utile mais elle ne conduira pas nécessairement à une position commune.

S'agissant des problèmes plus fondamentaux, il convient de nuancer l'accent mis sur les divergences accrues constatées aussi bien dans les résultats que dans les politiques économiques. Un examen plus détaillé permet de dédramatiser les problèmes qui se posent au sein du SME. Ainsi, les divergences ne se sont pas accrues dans le domaine monétaire entre la France et ses partenaires, la création monétaire demeure sous un étroit contrôle et il n'y a pas eu de dérive, la part du Trésor dans cette création a augmenté mais d'autres sources, comme l'extérieur, ont été moins expansives. Les tensions observées au sein du SME sont des tensions qui se manifestent à la marge des économies et qui représentent des soldes ou des variations de soldes et non pas des modifications fondamentales dans l'orientation des grands

agrégats économiques. Pour ce qui est de l'évolution du PNB, les objectifs sont identiques mais un décalage, parfois générateur de tensions, peut se produire dans la réalisation.

De même, le déficit budgétaire en France reste l'un des plus faibles de la Communauté et, si sa progression forte et rapide a pu créer des problèmes, le gouvernement a l'intention de ne pas accepter une nouvelle détérioration. Deux domaines apparaissent cependant plus préoccupants: celui de la sécurité sociale où la situation est plus difficile à contrôler et celui des salaires où les mécanismes d'indexation de jure ou de facto sont bien installés.

M. de la Genière conclut en estimant que les mêmes préoccupations, notamment lutte contre le chômage et contre l'inflation, figurent dans tous les pays de la Communauté mais que le dosage entre ces préoccupations peut par moment être différent ainsi que le rythme de rétablissement des équilibres fondamentaux. Ainsi par exemple, en France, les taux d'intérêt sont gouvernés par la situation du marché des changes, mais ils sont plus fondamentalement déterminés par le taux d'inflation. Tant que celui-ci ne sera pas réduit sensiblement, il est fort douteux qu'une baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et en Allemagne procure une marge de manoeuvre significative aux autorités françaises.

M. Ortoli partage entièrement l'idée de M. de la Genière que les objectifs de politique économique sont souvent plus divergents dans les mots que dans la réalité. Il est essentiel de manifester un peu plus de confiance vis-à-vis du SME et de ne pas donner le sentiment que le système est condamné à cause des divergences actuelles. S'il y avait une rupture du SME, le marché unique de la Communauté serait gravement mis en péril. Il faut donc utiliser le système et sa force de discipline pour améliorer la convergence.

M. Ó Cofaigh considère que la convergence ne doit pas consister seulement à ramener les taux d'inflation nationaux à une sorte de niveau moyen à un chiffre; cette notion doit être plus large, plus complète et tenir compte des situations des divers Etats membres. Ainsi pour un pays comme l'Irlande, dont le revenu par habitant est à peu près la moitié de celui des pays plus nantis, la convergence signifie également une reprise de la croissance fondée essentiellement sur les exportations étant donné que 75% de celles-ci sont dirigées vers les pays de la Communauté. Les Etats membres qui estiment avoir une marge de manoeuvre devraient l'exploiter; une

action limitée de la part de ces pays constituerait une contribution importante pour les petits pays et partant pour la convergence dans la Communauté.

Sans prétendre établir une synthèse de la discussion, le Président présente quelques remarques conclusives:

- l'ampleur du débat a témoigné de la qualité et de l'intérêt du Rapport No 20,
- la discussion a mis en relief les divergences qui existent en matière de résultats et de politiques économiques et aussi le fait que, s'il faut se préoccuper de ces divergences, il ne faut pas les dramatiser,
- comme l'ont indiqué MM. Arsenis et Ó Cofaigh, les arrangements monétaires du SME sont une condition nécessaire à la stabilité et à la convergence mais certainement pas une condition suffisante; il y a dans la CEE des divergences de structures et de situations de départ qui doivent être examinées et retenir l'attention,
- la dépendance de l'Europe à l'égard des taux d'intérêt américains est peut-être moins nette actuellement qu'auparavant; comme elle peut cependant évoluer, cette question pourrait être revue ultérieurement,
- les réalignements ne suffisent pas à eux seuls pour rétablir les déséquilibres; s'ils ne sont pas accompagnés de mesures de redressement, ils créent la spirale perverse de dévaluation-inflation,
- la fixation et l'application d'objectifs monétaires doivent être assurées avec souplesse; les Gouverneurs apparaissent unanimes pour ne pas faire de monétarisme mécanique et pour prendre en compte, dans la conduite de la politique monétaire, différents agrégats et surtout l'état de l'économie réelle,
- l'indexation de droit ou de fait, à propos de laquelle M. Ortoli a rappelé les initiatives et efforts de la Commission, est effectivement très nocive et conditionne fortement l'inflation,
- le Rapport No 20 sera transmis au Comité monétaire selon la procédure habituelle qui donne aux banques centrales une semaine pour communiquer au Secrétariat les modifications qu'elles souhaitent apporter éventuellement au texte. Dans cet esprit, au chapitre IV, section B, 5e alinéa, la première phrase pourrait être atténuée,

- le "groupe Raymond" est en train de préparer un rapport spécial sur la dépense publique qui sera présenté pour la séance du Comité du 13 juillet; lors du débat d'aujourd'hui, un intérêt très net est apparu pour un autre rapport spécial (fin 1982 ou début 1983), consacré aux agrégats et objectifs monétaires ainsi qu'aux orientations des politiques monétaires en fonction des objectifs retenus; le mandat et le calendrier relatifs à ce rapport pourraient être mieux précisés à l'occasion d'une prochaine séance.

M. Raymond remercie le Président et le Comité des appréciations favorables qui ont été exprimées à l'égard du Rapport No 20 dont la qualité est due au travail du Secrétariat et à l'enthousiasme des experts. Il ajoute qu'il avertira ces derniers des intentions du Comité au sujet d'un nouveau rapport spécial et confirme que le Rapport No 20 sera transmis au Comité monétaire selon la procédure habituelle.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Poursuite de l'échange de vues sur les améliorations possibles des procédures suivies lors des modifications de cours-pivots au sein du SME

M. Dini présente brièvement les résultats des discussions des Suppléants sur cette question.

- Lieu de la réunion des Ministres et Gouverneurs

Les Suppléants estiment qu'en général la réunion ne devrait pas se tenir dans l'un des pays qui prend l'initiative d'une modification de cours-pivots. Tout en étant, pour des raisons techniques, en faveur de Bruxelles, ils ont des réserves à l'égard de l'immeuble du Conseil (Charlemagne) à cause de la difficulté d'en restreindre l'accès et ils n'excluent pas la possibilité de tenir des réunions dans d'autres villes où les facilités et installations nécessaires seraient disponibles.

- Calendrier des réunions

Le Président du Conseil pourrait fixer le calendrier après consultation des deux Présidents du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire. Dans certaines circonstances, lorsque des discussions complexes sont nécessaires

le Comité monétaire pourrait ne pas se réunir le même jour que les Ministres et Gouverneurs mais, si l'étalement sur deux jours ne peut être évité, la question des fuites possibles doit être considérée très sérieusement.

- Composition des délégations

Les Suppléants précisent que chaque délégation nationale devrait être limitée au Ministre et au Gouverneur de la banque centrale, chacun accompagné par un conseiller qui serait en principe le membre titulaire du Comité monétaire.

- Notification d'une demande de réalignement

Une notification aussi tôt que possible est souhaitable, par exemple dans le courant du vendredi après-midi, mais l'expérience indique qu'il est peu probable que l'on puisse vraiment s'informer avant la clôture du marché de New York.

En conclusion, les Suppléants soulignent l'utilité de disposer, pour les réalignements, de certaines orientations de procédures mais que celles-ci doivent être interprétées et appliquées de manière souple et pragmatique, selon les circonstances.

Le Président remercie M. Dini et les Suppléants pour leur préparation et leurs conclusions parmi lesquelles il met particulièrement en relief les points suivants:

- la composition des délégations devrait être limitée aux quatre personnes que les Suppléants ont indiquées;
- la responsabilité des questions d'organisation et d'intendance des réunions devrait être concentrée sur les trois personnes citées, à savoir le Président en exercice du Conseil et les Présidents du Comité des Gouverneurs et du Comité monétaire. Ces trois personnes pourraient décider en la matière, en s'appuyant de manière pragmatique sur certains principes ou orientation touchant par exemple la concentration des réunions sur une journée ou au contraire, si cela est inopportun ou impossible techniquement, l'étalement sur deux jours, le lieu des réunions, etc...

M. Hoffmeyer rappelle que, comme cela s'est déjà produit, des réalignements pourraient être faits un jour de semaine et en un seul jour et qu'il convient donc d'éviter de ne parler qu'en termes de week-end et de dimanche.

- Demande de statistiques sur les euro-monnaies par le FMI

En réponse à une question de M. Ó Cofaigh, M. Lamfalussy fournit les précisions suivantes. Deux courants se sont dégagés parmi les banques centrales représentées au Comité permanent des euro-monnaies. Certaines sont favorables à la transmission demandée par le FMI mais en précisant qu'elles souhaitent garder, dans le cadre de la BRI, le privilège et le droit d'examen des données transmises, et que le FMI devra parfaitement sauvegarder le caractère confidentiel de ces données et ne pas diffuser des commentaires à leur égard. Il est aussi possible que ces banques centrales transmettent les chiffres au FMI par le canal de la BRI. Un second courant, recouvrant quatre ou cinq banques centrales, a des réserves formelles vis-à-vis de la demande du FMI et il n'est pas exclu que ces institutions y répondent négativement.

- Réunion informelle des Ministres et Gouverneurs du 17 mai 1982 à Bruxelles

A la suite de questions posées par certains Gouverneurs, le Président estime qu'il apparaît opportun que tous les Gouverneurs participent à la réunion informelle du 17 mai 1982 qui peut être assimilée au type de rencontre informelle qui se tenait auparavant assez régulièrement pendant les six mois de présidence des pays les uns après les autres.

V. Date et lieu de la prochaine séance

Le Président indique que la prochaine séance du Comité se tiendra le lundi 14 juin 1982 à 10 heures. En raison de l'Assemblée générale de la BRI, la séance sera brève. Les Suppléants n'ont pas prévu de réunion mais le "groupe concertation" se réunira le samedi 12 juin 1982 à 16 h 45.

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

AVRIL 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 d'avril et les premiers jours de mai 1982.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Le mois d'avril a présenté les caractéristiques suivantes:

- Les cours du dollar, qui avaient fait preuve, depuis le début du mois de décembre, d'une fermeté à peu près ininterrompue, se sont détendus à partir de la mi-avril.
- Au sein du mécanisme de change européen, les tensions ont été moins vives bien que la fermeté du deutsche mark et du florin se soit renforcée, d'une fin de mois à l'autre, vis-à-vis des autres monnaies du système.
- Parmi les autres devises, le yen s'est nettement raffermi alors que la livre sterling et surtout le franc suisse ont été généralement plus faibles que le dollar.

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

Le dollar EU est resté ferme durant la première quinzaine d'avril mais il s'est affaibli durant la seconde quinzaine. Les taux d'intérêt se sont légèrement repliés aux Etats-Unis; en outre, les attentes que cette tendance continuerait ont été renforcées dans le marché, malgré la crainte persistante suscitée par les déficits budgétaires élevés, par deux facteurs, d'une part la baisse en mars des prix à la consommation - la première enregistrée depuis 1965 - et d'autre part la poursuite d'une conjoncture économique médiocre. A la fin d'avril, le dollar s'est inscrit finalement en recul de 4,6% contre le yen, 2,6% contre l'Ecu, 0,8% contre le dollar canadien et 0,5% contre la livre sterling, tandis qu'il s'est apprécié de 1% contre le franc suisse.

Tout en étant moins vives qu'en mars, des tensions ont subsisté à l'intérieur du dispositif de change européen: la perspective d'un nouveau réalignement des parités, à plus ou moins court terme, paraît encore un élément notable du comportement des opérateurs. La marge de 2,25% entre le deutsche mark et le franc belge n'a été atteinte qu'épisodiquement mais l'écart entre ces deux monnaies s'est maintenu, généralement, à plus de 2%.

Conforté par l'évolution favorable de la balance des paiements et des prix en Allemagne, le deutsche mark est resté en tête du mécanisme de change, d'autant plus que la baisse du dollar, de la livre sterling et du franc suisse ont joué en sa faveur, en dépit d'un léger repli de ses taux de rémunération. A partir du 20 avril, l'indicateur de divergence de la monnaie allemande s'est situé autour du seuil.

Le florin a été également favorisé par les résultats positifs du commerce extérieur néerlandais tandis que la couronne danoise a été en progrès étant donné qu'un nouveau réalignement est apparu moins probable.

Dans la partie inférieure de la bande de fluctuation des 2,25%, le franc français n'a pas subi de pressions aussi fortes qu'en mars et les interventions pour stabiliser son niveau ont représenté environ la moitié de celles du mois précédent. Elles se sont néanmoins développées durant la seconde quinzaine. Dans ces conditions, le taux

de l'argent au jour le jour, qui était resté à 17% jusqu'au 14 avril puis était revenu à 16,5% le 19, s'est établi à 16,75% à partir du 26 avril.

La livre irlandaise a enregistré une tendance à la faiblesse et a nécessité un soutien important de la banque centrale.

Le franc belge est resté la plus faible des monnaies observant la marge de fluctuation des 2,25%. Le taux d'escompte de la Banque Nationale de Belgique et le taux des avances sur titres - respectivement abaissés de 14 à 13% et de 15 à 13,50% le 4 mars - ont été de nouveau portés, le 8 avril, à leur niveau antérieur. Les tensions ont été un peu moins prononcées que durant le mois précédent et, sur le marché libre, la décote du franc financier par rapport au franc commercial est revenue de 14,1% le 31 mars à 7,9% le 30 avril, après avoir touché au plus bas 6,7%.

Encore soumise à des pressions notables, la lire italienne a utilisé, à partir du 23 avril, une faible fraction de sa marge élargie et se situait en fin de mois à 2,90% de la monnaie la plus forte du système. Les autorités italiennes ont renforcé, à compter du 19 avril, le dispositif de contrôle des changes. Les délais de cessions de devises par les exportateurs ont été réduits ainsi que la durée des crédits à l'exportation, sauf lorsque ceux-ci sont financés en devises. Les remboursements anticipés d'emprunts ont été prohibés. A la fin les pénalités imposées aux banques qui dépassent le plafond appliqué aux prêts en liras ont été augmentées.

Depuis le 5 avril, le conflit des Iles Falkland a pesé sur la tenue de la livre sterling qui s'est toutefois moins dépréciée que le dollar vis-à-vis des autres monnaies du Système monétaire européen. Quelques interventions de soutien n'ont porté au total que sur des montants modiques.

D'une fin de mois à l'autre, la drachme s'est très légèrement dépréciée par rapport au dollar mais a perdu 2,7% vis-à-vis de l'Ecu; en termes de taux de change effectif, elle a décliné de 1,8%.

Pour le deuxième mois consécutif, le franc suisse s'est replié par rapport au dollar (1%). Son recul a atteint 3,6% vis-à-vis de l'Ecu. Ce mouvement traduit essentiellement la faiblesse des taux d'intérêt suisses, inférieurs de moitié environ aux taux allemands, alors que les taux d'inflation annuels sont comparables dans les deux pays.

En revanche, le yen s'est nettement redressé vis-à-vis de toutes les autres devises à partir de la mi-avril. Ce renversement de tendance plus conforme à l'évolution des facteurs fondamentaux, a été favorisé par l'annonce d'excellents résultats du commerce extérieur et par une légère diminution de l'écart entre les taux d'intérêt japonais et américains.

L'appréciation de la couronne norvégienne, qui continue à bénéficier de taux d'intérêt élevés, a encore été quelque peu contenue par la banque centrale. La couronne a progressé contre dollar (+2,2%) et légèrement fléchi contre Ecu (0,5%).

Les variations de la couronne suédoise ont été comparables mais la banque centrale a dû combler le déséquilibre du marché durant les trois premières semaines.

Le dollar canadien a continué d'enregistrer des fluctuations assez fortes et s'est légèrement apprécié à la fin du mois, par rapport au dollar EU. L'écart entre les taux d'intérêt à court terme américains et canadiens est resté à l'avantage du Canada. Vis-à-vis de la plupart des autres devises, le dollar canadien s'est montré un peu plus faible.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les ventes nettes de dollars se sont élevées à \$EU 5 milliards en avril, les ventes brutes ont atteint \$EU 6,2 milliards, tandis que les achats bruts ont totalisé \$EU 1,2 milliard. Pour le mois de mars, les chiffres bruts correspondant avaient été \$EU 6,9 milliards et \$EU 1,2 milliard respectivement. Les principaux vendeurs nets ont été la Banca d'Italia et la Banque de France. La Banque du Japon, la Bank of England, la Danmarks Nationalbank, la Banque Nationale de Belgique, la Sveriges Riksbank et la Central Bank of Ireland ont également cédé des montants

notables de dollars. La Federal Reserve Bank of New York et la Banque Nationale Suisse se sont abstenues d'intervenir: les seuls acheteurs nets de dollars ont été la Norges Bank et la Banque du Canada.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Les interventions brutes en monnaies communautaires ont atteint la contre-valeur de \$EU 1,0 milliard. Ces interventions ont porté sur des achats de francs français et de francs belges (dans les deux cas, contre vente de deutsche marks et accessoirement pour le franc belge contre vente de florins). Elles ont été financées par prélèvement sur les réserves.

* * *

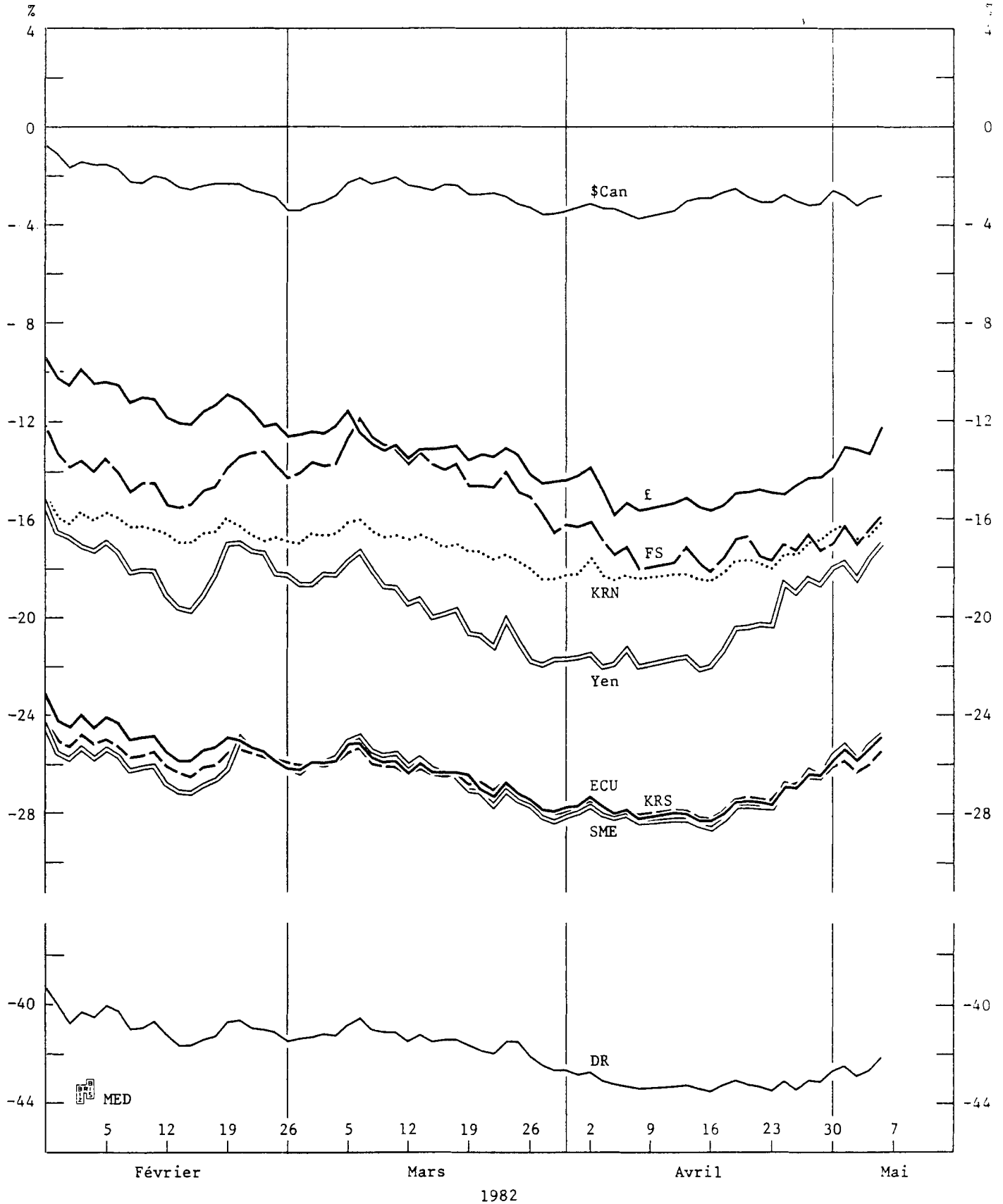
Durant la première semaine de mai, le repli du dollar s'est poursuivi. Le léger fléchissement des taux d'intérêt aux Etats-Unis et l'annonce d'un compromis visant à réduire le déficit budgétaire de 1983 ont favorisé cette tendance.

Au sein du Système monétaire européen, les positions des différentes monnaies n'ont pas varié de façon significative. Les taux d'intérêt officiels ont été abaissés aux Pays-Bas où le taux "Lombard" a été ramené de 9 à 8 1/2% et en Allemagne où l'octroi de crédits "Lombard" spéciaux à 9,50% a été suspendu, à partir du 7 mai, au profit de concours au taux des avances sur titres (9%). Cet assouplissement a joué en faveur du franc suisse qui s'est nettement raffermi.

Les interventions en dollars ont été modiques. Elles se sont traduites par des ventes nettes de 0,4 milliard. La Banque de France et la Banca d'Italia ont été les principaux vendeurs.

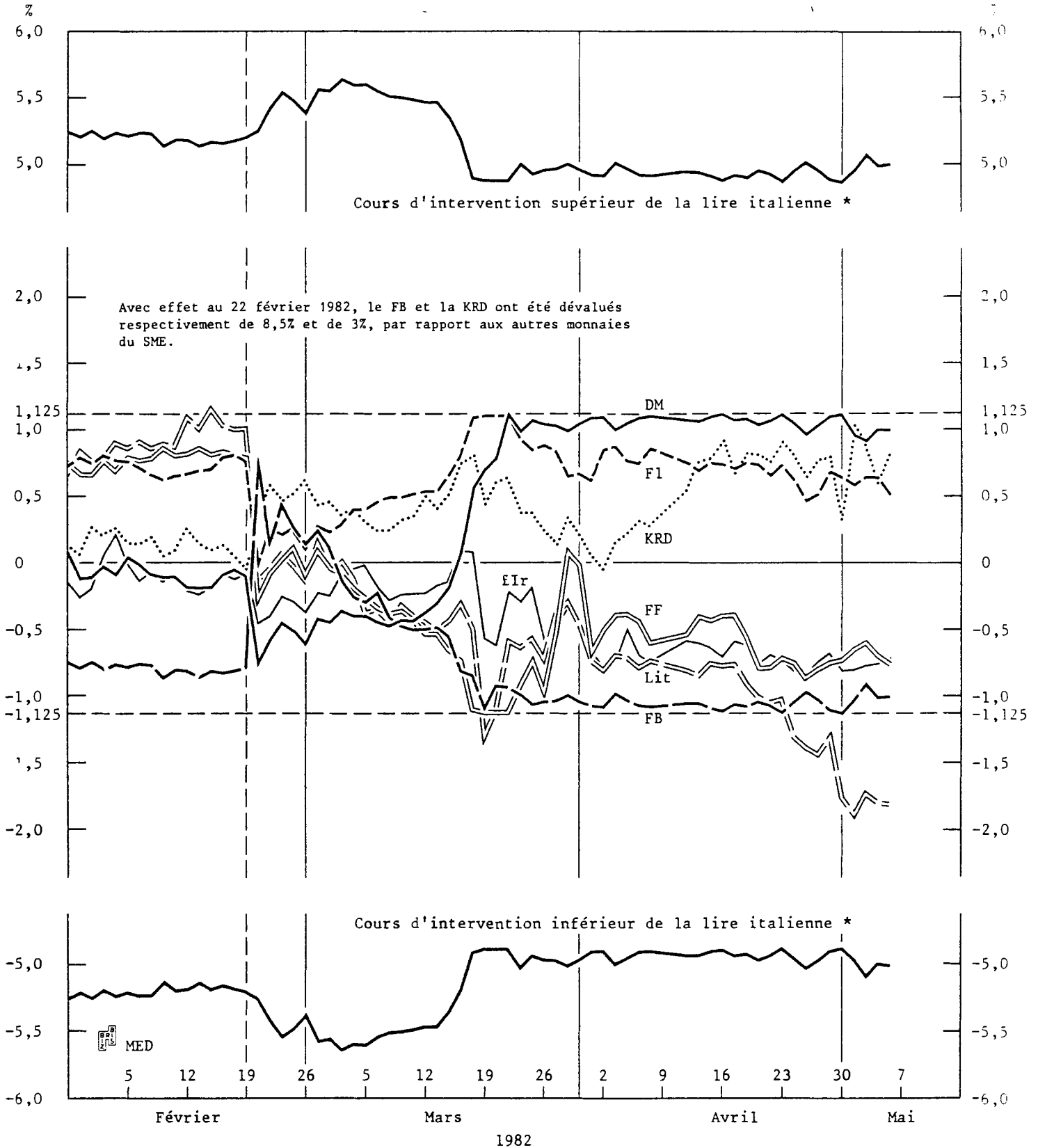
Les interventions en monnaies communautaires ont porté sur des montants négligeables: quelques ventes de deutsche marks contre livres irlandaises et francs belges.

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 *



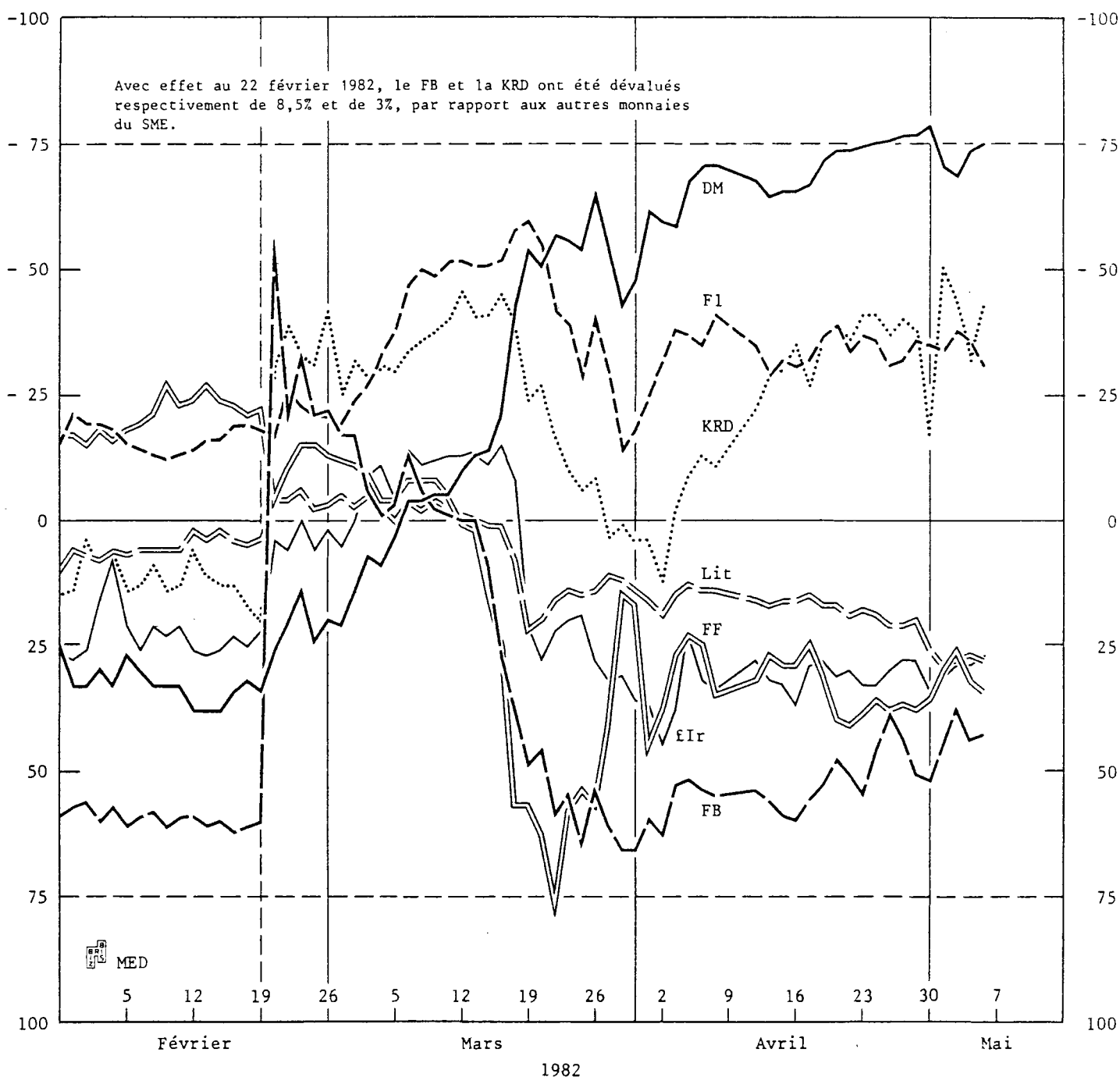
* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés 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 $\pm 2,25\%$.

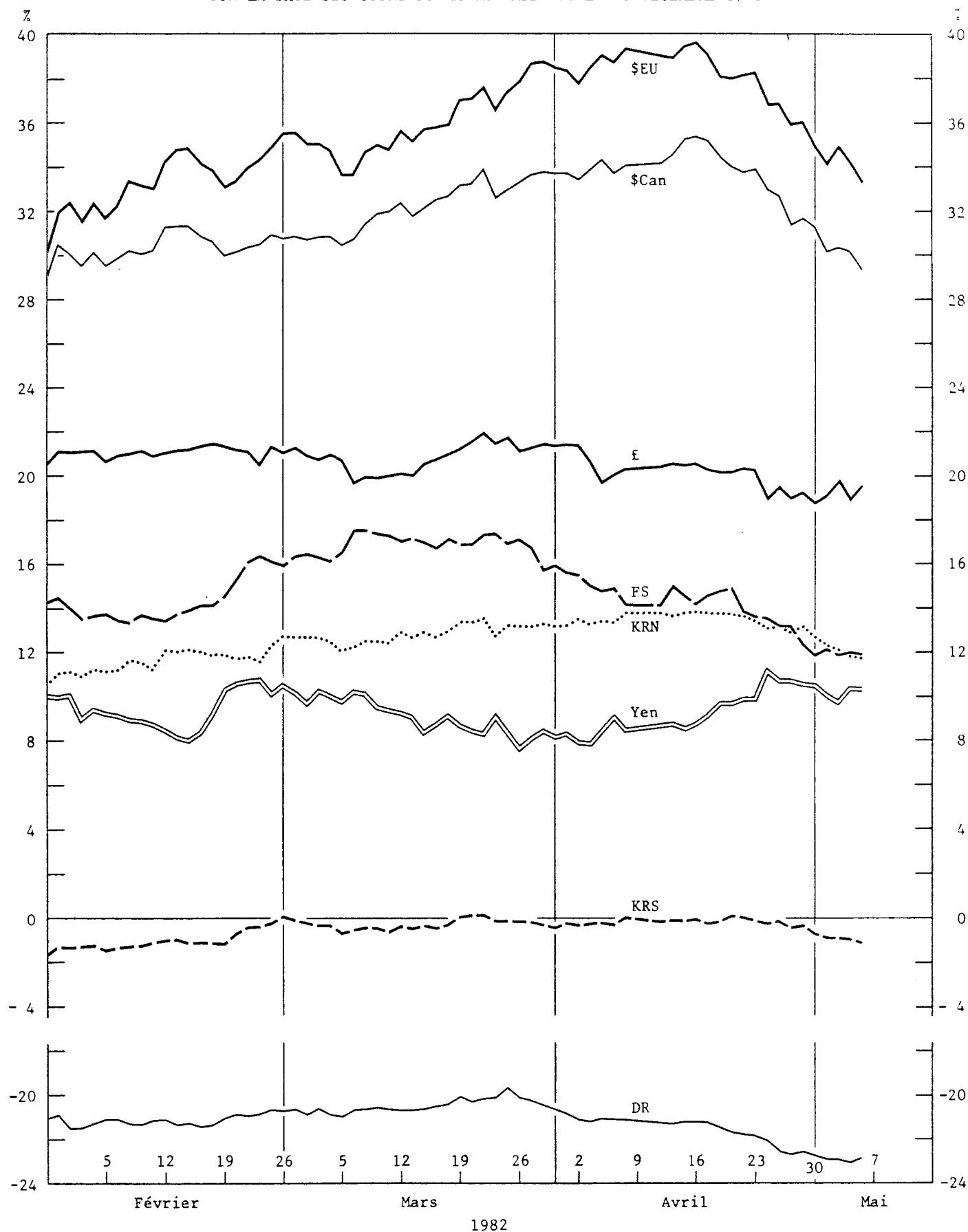
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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 ± 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.

6 mai 1982

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.

6 mai 1982