

PROCES-VERBAL DE LA 170e* SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE 9 NOVEMBRE 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, Kloft et von Rosen; le Vice-Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, 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 Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, de Boer et de Beaufort Wijnholds; 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. Assistant, en outre, MM. Dalgaard et Raymond, Présidents des 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.

I. Approbation du procès-verbal de la 169e séance

Le procès-verbal de la 169e séance, tenue le 28 septembre 1982, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

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

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

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de septembre, octobre et des premiers jours de novembre 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.

M. Hoffmeyer fournit quelques indications sur les réflexions politiques qui ont orienté le gouvernement danois dans la période de tensions qu'a connu la couronne danoise, surtout après la dévaluation compétitive de la couronne suédoise. Pour le nouveau gouvernement, qui avait formulé des mesures anti-inflationnistes rigoureuses, une dévaluation, nécessairement importante, aurait ajouté une impulsion inflationniste nocive et aurait eu des conséquences dommageables sur le SME, pouvant aller jusqu'à la sortie de la couronne danoise du système. Les mesures proposées ont presque toutes été approuvées par le Parlement: elles comportent notamment un blocage des prix et des salaires pour cinq mois et la suppression pour deux ans et demi, et probablement bien au-delà de cette période, de toute indexation des revenus au Danemark. Des réductions importantes des dépenses publiques ont également été décidées et les partenaires sociaux ont été clairement avertis par le gouvernement que, si les négociations salariales du printemps prochain aboutissaient à des hausses substantielles, la fiscalité serait aménagée en conséquence.

Le Président remercie M. Hoffmeyer de ces informations et lui rend hommage pour la manière dont les autorités danoises ont fait face aux difficultés entraînées notamment par la dévaluation de la couronne suédoise. Le Danemark a opté pour une solution tout à fait dans l'esprit communautaire, c'est-à-dire le maintien de la cohésion du SME, et s'est attaqué aux racines mêmes du phénomène inflationniste.

Le Président constate l'adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

III. Echange de vues sur l'évolution récente du financement des balances de paiements dans les pays membres de la CEE, sur la base:

- d'une note et de quatre tableaux statistiques préparés par le groupe d'experts présidé par M. Raymond,
- de quelques graphiques établis par le Secrétariat,
- de la Série mensuelle de statistiques.

Le Président rappelle:

- que le groupe d'experts, présidé par M. Raymond, a établi une note assortie de tableaux statistiques;
- que cette note, qui a été préparée dans le cadre du Rapport No 21 prévu pour la séance du 14 décembre 1982, correspond à l'annexe II de cesdits rapports semestriels sur les politiques monétaires;
- qu'à l'avenir, une telle note pourrait avoir une existence autonome, vu que les Gouverneurs ont accepté que le Comité monétaire utilise régulièrement, pour son examen périodique des balances des paiements, les données concernant l'endettement extérieur qui sont établies pour le Comité des Gouverneurs.

A. Exposé de M. Raymond

Après avoir produit un rapport spécial sur l'endettement extérieur des pays membres, en juin 1981, le groupe d'experts avait été invité, dans chacun de ses rapports semestriels, à mettre à jour les données relatives à ce sujet et à les commenter dans une annexe. La note présentée aujourd'hui constitue une version préliminaire de l'annexe sur l'endettement extérieur du rapport No 21 qui sera soumis en décembre au Comité des Gouverneurs et qui embrassera l'ensemble de la politique monétaire.

S'agissant de la situation actuelle des pays membres, quatre points principaux ressortent de la note.

1. Le premier point qui apparaît à la première colonne "current account" du tableau 1 joint à la note, est l'hétérogénéité de l'évolution récente des balances des paiements des pays membres. Pour certains d'entre eux, la récession s'est accompagnée d'un redressement des paiements courants, soit d'une amélioration de l'excédent, soit d'une réduction du déficit. Au contraire, dans plusieurs autres pays membres, les paiements

courants se sont détériorés, soit que les tentatives d'ajustements aient échoué, soit même que la détérioration des comptes extérieurs ait été le résultat accepté de politiques conjoncturelles internes. Parmi les pays qui ont redressé leur situation, on trouve l'Allemagne et les Pays-Bas; d'autres pays ont vu leur condition se détériorer: quelque peu la Belgique, assez largement le Danemark, qui pour le premier semestre 1982 a un déficit équivalant à celui de 1981, la France d'une façon très marquée, et enfin l'Italie.

2. Parmi les pays dont la situation extérieure a continué à se dégrader, on observe deux façons de financer le déficit accru. Dans certains pays, les autorités n'ont pas accentué leur politique officielle d'endettement, ce qui est appelé dans la terminologie des experts "organised borrowing". C'est le cas par exemple du Royaume-Uni qui conserve une position excédentaire, bien qu'en diminution; c'est aussi le cas semble-t-il de l'Italie et de la Grèce; dans ces trois pays, l'évolution défavorable des paiements courants a été équilibrée par une évolution favorable des mouvements de capitaux spontanés ou des "other items". Dans d'autres pays où la situation s'est dégradée, au contraire, les autorités se sont davantage mobilisées pour développer les emprunts extérieurs organisés; cela ressort de la colonne "organised capital flows" du tableau 1. Il s'agit du Danemark, de la France, et certainement aussi de l'Irlande et de la Belgique à un moindre degré.

3. Si l'on considère l'état actuel de l'endettement extérieur global, c'est-à-dire ce qui est dans la colonne "sub-total" du tableau 3 et qui recouvre la dette officielle et la dette privée vis-à-vis de l'extérieur, il faut malheureusement constater que l'encours atteint ou dépasse 10% du PNB dans de nombreux pays, atteint 20% dans certains pays et même 30% ou plus dans trois cas: le Danemark, la Grèce et l'Irlande. On peut trouver au tableau 4, une indication, également en pourcentage du PNB, sur la charge des intérêts de la dette; c'est la colonne "percentage of GDP" dans l'ensemble de la colonne "total". Il faut alors constater que la charge des intérêts atteint à elle seule dans certains pays plusieurs points du PNB. Sur la base de ce résultat, on peut s'interroger sur les possibilités de redressement ultérieur car lorsque la charge des

intérêts représente à elle seule plusieurs points du produit national il faudrait, pour seulement équilibrer les paiements courants, dégager un substantiel excédent hors intérêt.

Dans les pays où l'encours de la dette qui ressort du tableau 3, ou bien la charge des intérêts inscrite dans le tableau 4, est très élevé, on constate, et c'est naturel, que la dette publique, celle de l'Etat et des entités publiques, joue un rôle important et parfois majeur.

4. Les politiques actives d'endettement ont des répercussions sur le système monétaire européen. Elles offrent des avantages à court terme, dans la mesure où elles confortent pour un temps les taux de change existants, mais elles comportent des risques majeurs pour le jour où l'endettement extérieur deviendra problématique, ce qui exigera des pays concernés des ajustements pénibles, soit pour la croissance interne (on peut se remémorer par exemple le plan de stabilisation récent adopté en Belgique), soit pour la stabilité des taux de change intracommunautaires.

Ainsi les traits majeurs de la situation actuelle sont: hétérogénéité de l'évolution récente, recours très différent selon les pays à des politiques officielles d'endettement extérieur, niveau préoccupant de la dette extérieure et de la charge des intérêts dans certains pays membres, inconvénients à terme, en contrepartie d'avantages immédiats, pour le SME.

L'intérêt que le Comité des Gouverneurs montre pour cette question et le fait que le Comité monétaire utilisera, désormais, les tableaux statistiques pour un examen périodique de l'endettement des pays membres, a conduit le groupe d'experts à envisager une amélioration des tableaux. Certaines délégations ont fait ressortir que la notion "organised capital flows" n'était pas parfaitement claire. Aussi le groupe cherchera-t-il dans la prochaine réunion de travail à fournir une ventilation plus détaillée des flux de capitaux pour mieux couvrir la diversité des situations selon les pays membres. En effet, dans certains pays, c'est l'Etat lui-même qui emprunte sur les marchés extérieurs, avec ou sans stérilisation de la contrepartie monétaire interne de ces emprunts. Dans d'autres pays, ce sont des entités publiques autres que le gouvernement qui empruntent le plus largement à l'extérieur. Pour

certaines pays membres où ces entités publiques sont très actives sur les marchés de capitaux, on considère qu'il s'agit en totalité d'"organised capital flows", en France par exemple, parce que ces entités publiques opèrent, qu'il s'agisse du montant ou des dates de cession sur le marché des changes, en accord avec les autorités monétaires. Dans d'autres pays où les entités publiques sont très actives sur les marchés internationaux, comme l'Italie, il semble qu'il n'y ait pas à proprement parler d'"organised capital flows" dans la mesure où les autorités monétaires se défendent d'influencer la décision des institutions concernées; néanmoins, il s'agit d'emprunts qui ont sur le marché international des capitaux un impact différent des emprunts du secteur privé. Enfin, parfois une part importante du financement extérieur a lieu sous forme d'emprunts privés assortis de garanties de l'Etat, soit d'une garantie de bonne fin vis-à-vis des prêteurs, soit d'une garantie de change. Les tableaux actuels ne rendent pas suffisamment compte de cette diversité de situations et, si le Comité des Gouverneurs en est d'accord, le groupe essaiera de fournir des informations plus détaillées.

Le Président remercie M. Raymond pour l'intérêt et la clarté tant de la note et des tableaux préparés par les experts que de son exposé, notamment des questions méthodologiques qui restent à régler.

B. Exposé de M. Dini

La note préparée par le "groupe Raymond" pose deux questions fondamentales, d'une part la combinaison, dans les pays de la CEE, de l'ajustement et du financement des déficits extérieurs; d'autre part les implications de l'endettement extérieur pour les politiques internes et en particulier la politique monétaire. Les tableaux et les graphiques montrent les divergences croissantes dans l'évolution des déficits courants. Ceux-ci ont été largement couverts par l'endettement extérieur, notamment du secteur public, entraînant ainsi un fort accroissement de l'encours. Dans certains cas, les mouvements de capitaux privés spontanés se sont soldés par des sorties nettes et ont amplifié les déficits courants au lieu de contribuer au financement de ces derniers, ce qui pose la question de l'orientation de la politique monétaire et de son adaptation aux besoins de l'ajustement.

Plus généralement, les difficultés de financement des pays de l'Europe de l'Est et de certains pays en voie de développement non producteurs de pétrole encouragent indirectement l'endettement extérieur par les Etats membres et d'autres nations industrielles étant donné que les banques voient en eux des preneurs de crédit plus sûrs. L'offre de crédit externe reste ainsi abondante et n'incite pas à l'adoption de politiques internes appropriées; la seule limite à l'endettement extérieur résultera finalement de la charge croissante du service de la dette, or les statistiques montrent déjà que cette charge s'est considérablement accrue.

Dans ces conditions, la question est posée de savoir si l'incitation à introduire des politiques d'ajustement internes ne pourrait pas être renforcée par une sorte de procédure de surveillance multilatérale des politiques d'endettement extérieur comportant certaines règles d'après lesquelles les pays pourraient être invités, après un certain temps, à recourir à des emprunts conditionnels. Dans ce contexte, on peut aussi se demander si les Gouverneurs ne pourraient pas rechercher au sein des gouvernements nationaux et des institutions communautaires, un "suivi" de leurs conclusions sur les politiques d'endettement. Les Suppléants ont estimé, toutefois, que l'opportunité d'une telle action devrait être appréciée ultérieurement, après que les Gouverneurs auront examiné ces questions en détail.

Les Suppléants ont d'autre part reconnu que la recherche de moyens pour favoriser l'ajustement est très nécessaire mais tout en étant conscients que toute accélération du processus d'ajustement ne sera pas aisée à opérer, étant donné l'état actuel de l'économie mondiale caractérisée, en particulier, par la stagnation et un chômage élevé et croissant.

En ce qui concerne les tableaux préparés, leur utilité est admise, en général, bien que la distinction entre les mouvements de capitaux spontanés et organisés peut être parfois quelque peu arbitraire, ce qui rend difficile les comparaisons entre différents pays. Certains chiffres ont soulevé des interrogations mais, comme l'a indiqué M. Raymond, le texte et les tableaux seront revus par les experts avant d'être incorporés en annexe du Rapport No 21 et avant d'être transmis au Comité monétaire.

C. Discussion du Comité

Le Président souligne que le texte et les statistiques seront remis au Comité monétaire à l'occasion de la transmission du rapport No 21, que les Gouverneurs examineront en décembre, et que par conséquent, d'ici là, ils pourront être vérifiés et éventuellement perfectionnés. Il s'agit, en effet, de sujets délicats qui doivent être traités avec soin, rigueur et précision.

M. de la Genière félicite le groupe d'experts pour les travaux extrêmement intéressants qu'ils ont accomplis et revient sur la question des chiffres et principalement de leur comparabilité entre pays. Les différences méthodologiques existant au sein de la CEE faussent la réalité des situations propres à chaque pays et surtout la comparaison entre ces situations au point qu'on peut se demander si la diffusion de ces chiffres n'est pas plus dangereuse que bénéfique. Ainsi, en se limitant à un exemple, dans le tableau 3, par suite de la manière différente d'évaluer l'or, les réserves officielles de la France apparaissent supérieures à celles de l'Allemagne, ce qui ne correspond pas à la réalité. Sans prendre parti sur la question de l'évaluation de l'or, une harmonisation semble nécessaire et elle devrait être aussi étendue que possible dans les différents tableaux si l'on veut éviter de tirer des conclusions erronées des chiffres. Ceux-ci apparaissent toutefois plus valables et plus instructifs pour les comptes courants, étant donné qu'il s'agit de flux et non de patrimoine.

M. Chalikias présente quelques éléments sur la balance des paiements grecque et ses spécificités. Le déficit commercial qui est traditionnellement important et qui était croissant depuis un certain temps a été réduit de plus d'un demi-milliard de dollars pour la première moitié de 1982 par rapport à 1981. Les recettes des services font apparaître comme toujours un solde net positif. Au total, le déficit des comptes courants devrait être de 2 à 2,1 milliards de dollars pour l'ensemble de 1982, soit 300 à 400 millions de moins qu'en 1981. Une grande partie de ce déficit est financée par des entrées de capitaux privés qui représentent dans une large mesure le rapatriement, dans leur pays d'origine, des épargnes des Grecs expatriés. L'expérience montre que ces entrées sont permanentes, stables et non réversibles; elles apparaissent tant dans le tableau 1 "Spontaneous

capital flows" que dans le tableau 3 "Other net debt" (les 2/3 environ des 5,9 milliards de dollars de cette rubrique représentent les dépôts en devises de Grecs expatriés). D'autre part, les chiffres concernant la Grèce doivent être lus en tenant compte que, dans les réserves officielles nettes, l'or est évalué à 35 DTS l'once et que les "Organised capital flows" couvrent les emprunts de l'Etat et des institutions publiques, les crédits fournisseurs aux grandes sociétés publiques et les prêts de la Banque Mondiale et de la BEI. Ces particularités montrent que l'établissement au sein de la CEE de données comparables n'est pas facile et qu'il serait donc utile que le groupe d'experts essaye de clarifier ces données.

M. Lamfalussy estime, comme les orateurs précédents, que les tableaux sont bien conçus d'un point de vue conceptuel, mais que les statistiques étant précaires et insuffisantes, leur interprétation et les conclusions que l'on peut en tirer sont incertaines. Cela est particulièrement vrai pour la rubrique "Other net debt" du tableau 3 qui devrait comprendre les créances et les dettes extérieures nettes du secteur privé: or, ce solde n'est connu de manière sûre que dans peu de pays et de ce fait les chiffres de cette colonne, ceux des autres colonnes du tableau 3 et même certaines du tableau 4, sont difficiles à interpréter.

M. Padoa-Schioppa exprime sa préoccupation sur l'orientation de la discussion qui semble conclure au scepticisme et à l'impossibilité de connaître les faits pour les pays de la CEE alors que ceux-ci sont parmi les mieux équipés et les mieux organisés. Malgré les difficultés qui peuvent exister, un certain nombre de messages de substance ressortent des tableaux, au moins pour les pays dont l'endettement extérieur est réellement préoccupant. S'il y a des carences statistiques très prononcées, un travail des experts devrait être organisé pour obtenir une meilleure information à l'avenir.

M. Ó Cofaigh fournit quelques commentaires sur les chiffres irlandais. Les tableaux statistiques ne peuvent pas effectivement mettre en exergue certains points importants tels que, par exemple, la structure de la dette et les conditions du service de la dette. Ainsi, en Irlande l'endettement s'étend sur dix ans ou plus et le remboursement annuel n'a jamais dépassé 10% du total de la dette. En outre, le service de celle-ci a représenté 5 à 7% des recettes d'exportation. La situation générale devrait s'améliorer, étant donné que le déficit de la balance des paiements

devrait baisser fortement en 1982 par rapport à 1981, de 14,5 à 9,5% du PIB, et que cette baisse devrait se poursuivre en 1983. La réduction du déficit extérieur était un des objectifs principaux du plan quinquennal de l'ancien gouvernement. En dépit de l'élection générale qui aura lieu bientôt, M. Ó Cofaigh est convaincu que la détermination d'atteindre cet objectif ne subira aucun changement.

M. Richardson estime que, malgré leurs faiblesses, les statistiques fournissent des informations utiles et intéressantes sur la situation des différents pays. Il se demande si, dans les conditions actuelles du marché financier international, les banques ne sont pas trop accommodantes par rapport aux besoins de financement de certains pays et si les banques centrales ne pourraient pas convaincre ou influencer les banques pour qu'elles n'accordent pas trop aisément des crédits qui sont finalement malsains parce que trop faciles et inconditionnels.

M. Raymond répond aux remarques et questions formulées à l'égard des tableaux. Certaines difficultés peuvent être surmontées, au moyen par exemple d'explications complémentaires, et le groupe d'experts est engagé dans cette tâche. Ainsi, la variation des réserves officielles, dans le tableau 1, recouvre en principe les flux tels qu'ils ressortent de la balance des paiements et élimine les effets de changement de valeur. De même, les disparités qui peuvent encore subsister à propos des crédits commerciaux seront supprimées dans les nouveaux tableaux en présentant pour tous les pays les comptes courants sur une base de transactions, ce qui rejettera les crédits commerciaux dans les mouvements de capitaux. En revanche, les distorsions dans les réserves officielles comme celles touchant à l'évaluation de l'or détenu tiennent à l'opposition de certaines banques centrales et dépassent donc la compétence des experts. Enfin, s'il reste quelques difficultés d'ordre statistique, dues notamment au caractère estimatif de certaines données, par exemple la dette du secteur privé ou la charge des intérêts, l'évolution dans le temps demeure significative pays par pays, chacun continuant à subir les mêmes imperfections méthodologiques. Le traitement de la charge des intérêts devrait être harmonisé en suivant la méthodologie internationale qui fait figurer cette charge à une ligne précise des invisibles dans les comptes courants; l'évaluation du stock de la dette du secteur privé peut être plus ou moins sûre selon les pays. D'une manière

générale, il appartient à chaque délégation de faire de son mieux pour donner des chiffres convenables pour les différentes rubriques qui ont été convenues par le groupe.

M. Gleske précise que la référence faite par M. Raymond en matière d'évaluation de l'or vise la Deutsche Bundesbank, laquelle évalue aussi son stock de dollars à un cours nettement inférieur au cours du marché, à savoir, à l'heure actuelle, 1,72 DM pour 1 dollar. En tout état de cause, cette colonne du tableau 3 sur les réserves officielles nettes n'a qu'une importance secondaire dans l'ensemble de la question financement des balances des paiements et endettement extérieur. Les statistiques dans ce domaine ne sont pas mauvaises mais très hétérogènes et, de ce fait, les comparaisons entre pays ne sont guère possibles; elles permettent cependant d'évaluer la situation de chaque pays indépendamment et, à ce titre, les tableaux sont d'un très grand intérêt.

M. Gleske présente quelques indications sur l'évolution de la balance des paiements allemande. Le recours à l'endettement extérieur a été interrompu en 1982, vu que les comptes courants sont à peu près équilibrés. Lorsque ceux-ci étaient fortement déficitaires, en 1980 et 1981, seul le gouvernement fédéral (et pas des institutions publiques ou des collectivités locales) a emprunté largement à l'étranger en deutsche marks. Le financement des déficits courants de pays de la CEE se fait partiellement sur le marché des capitaux allemand et dans cette mesure il contribue à freiner la baisse des taux d'intérêt qui est par ailleurs hautement souhaitable pour des raisons économiques internes. Ainsi, au cours du premier semestre de 1982, les exportations de capitaux à long terme ont été de l'ordre de 15 milliards de deutsche marks dont une partie, moins de la moitié, a correspondu à des emprunteurs de la Communauté.

Le Président tire quelques conclusions de la discussion du Comité:

- Les remarques des Gouverneurs ont fait ressortir que les grandes différences méthodologiques exigent de prendre toutes les précautions nécessaires dans l'établissement des tableaux. Il faut, en effet, éviter des comparaisons entre pays susceptibles de prêter

à confusion et éviter que la diffusion de tels tableaux cause certains préjudices et trouble la communauté bancaire à un moment où elle a les yeux rivés sur la situation des différents pays en matière de financement de l'économie et des déficits extérieurs.

- Il est important de disposer d'informations détaillées et précises - les banques centrales ont une responsabilité particulière à cet égard puisque elles sont à la source de plusieurs des données présentées - et il est donc nécessaire que le "Groupe Raymond" poursuive ses travaux dans ce domaine pour améliorer la valeur des statistiques, avancer dans l'harmonisation et la comparabilité en excluant si besoin est les données qui soulèvent trop de problèmes et de malentendus.

- Les questions de statistiques et de méthodologie auxquelles les Gouverneurs ont consacré un temps assez long ne sont pas de simples problèmes d'intendance, étant donné que les tableaux servent de base à l'appréciation de la situation des pays et seront systématiquement utilisés en dehors du Comité; cela justifie d'ailleurs que celui-ci revienne sur ces questions en décembre et se prononce alors sur la transmission des tableaux au Comité monétaire.

- Quelles que soient leurs imperfections, les tableaux font ressortir clairement l'accroissement de l'endettement extérieur dans plusieurs pays de la CEE; ce phénomène favorise la stabilisation du cours de change et apporte un certain confort dans la lutte contre l'inflation, mais il risque de retarder exagérément l'ajustement. La responsabilité qui incombe aux autorités est donc de trouver le juste arbitrage ou la juste mesure entre financement et ajustement.

IV. Prorogation du mécanisme de swaps renouvelables du SME

Le Président rappelle que le mécanisme de swaps renouvelables vient à échéance le 13 mars 1983. Les Gouverneurs devraient donc aujourd'hui s'entendre sur les modalités de la prorogation, informer ensuite les Ministres des Finances et enfin décider formellement à la séance du 14 décembre 1982, étant donné que les swaps doivent être renouvelés le 7 janvier 1983, pour 3 mois, c'est-à-dire pour une période allant au-delà du 13 mars 1983, échéance du mécanisme.

M. Dini indique que les Suppléants ont examiné cette question sur la base d'une note du Secrétariat en date du 5 novembre 1982 et ont marqué leur accord avec le contenu de cette note. En conséquence, ils proposent:

- sur le fond, une prorogation du mécanisme, dans sa forme actuelle, pour une durée de deux ans à partir du 13 mars 1983,
- pour la procédure, un accord de principe sur cette prorogation noté aujourd'hui par les Gouverneurs, une notification de cet accord au Président du Conseil ECOFIN par une lettre du Président du Comité, une adoption formelle de la décision de prorogation, à la séance du 14 décembre 1982, sous la forme d'une inscription au procès-verbal de cette séance (les textes de la lettre et de l'inscription proposés par le Secrétariat ont été retenus par les Suppléants).

M. Padoa-Schioppa informe le Comité qu'une décision, en quelque sorte parallèle, concernant le renouvellement du concours financier à moyen terme sera probablement prise par le Conseil ECOFIN en décembre. Il ne voit pas d'objection aux propositions des Suppléants à condition qu'il soit entendu que la prorogation du mécanisme de swaps pour deux ans n'exclut pas la possibilité d'introduire, durant cette période, des modifications autres que le passage à une phase institutionnelle.

Le Président constate l'accord des Gouverneurs sur les propositions des Suppléants telles que M. Dini les a présentées et précise:

- . que suite à la suggestion de M. Jaans qui a été acceptée, dans la lettre au Président du Conseil ECOFIN, le deuxième paragraphe sera supprimé,
- . que les Gouverneurs ont pris note de la remarque de M. Padoa-Schioppa sur l'avenir du SME.

V. Présidence du Comité

Le Président indique que la fin de l'année approchant, il convient d'assurer la continuité de la Présidence du Comité et par voie de conséquence celle du Comité des Suppléants. Les Gouverneurs se sont donné, dans ce domaine, des règles souples qui depuis de nombreuses années ont pris comme repère constant mais non absolu: l'ancienneté. En 1981, un examen des pratiques et des alternatives possibles a été fait et, en définitive, les Gouverneurs n'ont pas opté pour des règles nouvelles ou plus formelles et ont

préfééré laisser le dossier en l'état. Dans ces conditions, il semble sage de continuer à suivre la règle de l'ancienneté et d'inviter M. de la Genière à prendre la Présidence du Comité pour l'année 1983.

Le Président constate l'accord des Gouverneurs pour désigner M. de la Genière, Président du Comité, pour la durée normale du mandat, à savoir un an à partir du 1er janvier 1983.

M. de la Genière remercie ses collègues de la confiance qu'ils lui manifestent.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Réponse à donner à deux lettres du Président du Comité des Syndicats des banques centrales européennes adressées au Président du Comité des Gouverneurs

M. Dini indique que les Suppléants ont examiné les réponses qui pourraient être données aux deux lettres que le Président du Comité des Syndicats des banques centrales européennes a adressées au Président du Comité des Gouverneurs. Les Suppléants estiment que celui-ci ne devrait pas devenir une organisation patronale et que par conséquent la réponse ne doit pas traiter le fond des questions évoquées dans les deux lettres précitées. Le Secrétariat a préparé dans cet esprit deux projets de réponse, variante 1 plus longue et variante 2 très courte, que les Suppléants soumettent aux Gouverneurs.

Le Comité marque son accord pour une réponse très courte (en fait, une version légèrement raccourcie et modifiée de la variante 2) qui sera envoyée par M. Ciampi en sa qualité de Président du Comité.

- Réunion des chefs de départements juridiques des banques centrales de la CEE

M. Dini informe le Comité qu'au cours de la réunion des Suppléants du lundi 8 novembre 1982, il a été précisé que le mandat qui a été donné aux chefs de départements juridiques, à savoir l'étude de la question de l'emploi par les banques centrales de la CEE de ressortissants d'autres pays communautaires ne représente pas la constitution d'un groupe permanent de ces spécialistes.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 14 décembre 1982,
à 10 heures.

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

SEPTEMBRE ET OCTOBRE 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 les mois de septembre, d'octobre et les premiers jours de novembre 1982.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Au cours des mois de septembre et d'octobre, les marchés des changes ont été caractérisés par la fermeté du dollar, laquelle a eu même tendance à s'accroître malgré une baisse des taux d'intérêt sur le dollar. Cette évolution s'explique principalement par le fait que la plupart des pays ont utilisé la marge de manoeuvre, fournie par le recul des taux d'intérêt américains, en abaissant leurs taux d'intérêt plutôt qu'en laissant leurs taux de change s'apprécier. La dévaluation de 16% de la couronne suédoise et ses répercussions sur d'autres monnaies faibles ont joué également un certain rôle. Dans le système monétaire européen, plusieurs monnaies ont été soumises à de fortes pressions, alors que, en dehors du SME, le yen japonais et la couronne norvégienne se sont sensiblement affaiblis et que le dollar canadien s'est raffermi.

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

Durant la majeure partie de la période sous revue, le dollar EU s'est apprécié, tout en fluctuant, par suite d'une demande continue de liquidités en dollars liée aux difficultés financières de plusieurs pays, aux perspectives changeantes quant à la continuation du déclin des taux d'intérêt aux Etats-Unis et en Europe et aux événements politiques au Moyen-Orient et dans d'autres régions du globe. Juste avant la mi-octobre, la hausse du dollar a été brièvement interrompue. Les chiffres publiés à cette époque montraient un déficit commercial record pour le mois d'août. En outre, la publication de plusieurs indicateurs mettant en relief la faiblesse de l'économie américaine a suscité des commentaires selon lesquels les autorités pourraient desserrer la politique monétaire, tandis que, d'après certaines informations, le Système de Réserve Fédérale attacherait temporairement moins d'importance aux variations de M1. Ces divers éléments ont entraîné une baisse sensible des taux du marché, et la Réserve Fédérale a suivi ce mouvement en abaissant son taux d'escompte officiel de 10 à 9,5% le 8 octobre. Le 12 octobre, les banques avaient ramené leur taux de base de 13,5 à 12% en deux étapes.

Peu après, le dollar s'est apprécié à nouveau. Les taux d'intérêt ont fléchi en Europe. Le Président Volcker a précisé que tout changement d'attitude de la Réserve Fédérale reflétait des considérations techniques mais pas un changement de la politique monétaire. Le vendredi 22 octobre, contrairement aux attentes largement répandues dans le marché, la Réserve Fédérale n'a pas suivi la baisse des taux d'intérêt officiels appliquée dans divers pays du SME. A la fin d'octobre, le dollar enregistrait des niveaux record vis-à-vis de plusieurs monnaies.

Sur la période de deux mois, le dollar a progressé d'environ 2,8% vis-à-vis de l'Ecu, 2,5% vis-à-vis de la livre sterling, 4,1% vis-à-vis du franc suisse, 6,9% vis-à-vis du yen, 7,7% vis-à-vis de la couronne norvégienne et 20,7% vis-à-vis de la couronne suédoise. Il a reculé de 1% par rapport au dollar canadien.

Au sein du système monétaire européen, la position de plusieurs monnaies a enregistré des variations importantes. La dernière place dans la grille des parités a été occupée alternativement par le mark allemand, la couronne danoise et le franc belge. Au sommet, le florin a

remplacé la livre irlandaise. La lire italienne qui se situait au-dessus de la bande étroite de 2 1/4%, s'est déplacée vers le centre de celle-ci.

Au moyen d'interventions intramarginales, la largeur de la bande étroite de fluctuation a été maintenue généralement en deçà de 2% et l'écart maximum de 2,25% n'a été atteint que très passagèrement.

Le florin s'est progressivement raffermi et a atteint, à la fin de septembre, le sommet de la grille des parités où il a remplacé la livre irlandaise. La fermeté du florin résulte essentiellement de l'évolution favorable de la balance commerciale dont l'excédent a nettement augmenté par rapport à l'année dernière. Occasionnellement, la Nederlandsche Bank a procédé à quelques achats de marks allemands. Elle a réduit de 1% ses taux officiels d'escompte et d'avances, en deux étapes, les ramenant à 6 et 6,50% respectivement.

Dès le début du mois de septembre, le franc français a subi de nouvelles pressions, consécutives à diverses rumeurs portant notamment sur l'instauration d'un double marché en France. Malgré des interventions substantielles, le franc a glissé dans la partie inférieure de la bande communautaire. L'annonce, à la mi-septembre, de l'obtention d'une ligne de crédit de \$4 milliards et la déclaration du Ministre des Finances, qui a démenti formellement toutes rumeurs, ont calmé les marchés. Les jours suivants, le franc a repris sa place au milieu de la bande, et la Banque de France a procédé à quelques rachats.

La tension sur le franc est réapparue après la dévaluation de la couronne suédoise et la Banque de France a encore dû intervenir pour éviter le glissement de sa monnaie qui a également subi les effets négatifs de la publication d'un déficit record de la balance commerciale.

Cependant, le franc s'est nettement stabilisé, notamment durant la seconde quinzaine d'octobre, après qu'ait été officiellement démenti un article de presse relatif à l'éventualité de ventes d'or. La Banque de France a pu régulièrement réduire ses taux d'intervention sur le marché monétaire. En conséquence, le taux de l'argent au jour le jour est revenu, en plusieurs étapes, de 14 1/4 à 13 5/8%.

La couronne danoise a subi des fluctuations importantes. Le changement de gouvernement a suscité des craintes de dévaluation durant la première partie de septembre. Malgré des ventes massives de dollars par la Danmarks Nationalbank, la couronne a touché passagèrement son

cours "plancher" par rapport à la livre irlandaise. Un fort relèvement des taux d'intérêt à court terme a provoqué un raffermissement de la couronne et, fin septembre, elle évoluait à nouveau dans la partie supérieure de la bande communautaire.

La dévaluation du 8 octobre de la monnaie suédoise s'est également répercutée sur la couronne danoise qui s'est à nouveau affaiblie, obligeant la banque centrale à reprendre ses opérations de soutien. Après l'approbation au Parlement du plan d'austérité du gouvernement le 16 octobre la pression s'est à nouveau relâchée.

Le franc belge s'est affaibli et a glissé à la dernière place de la grille des parités, qu'il occupe depuis le 20 septembre. En vue de freiner la dépréciation de sa monnaie, la Banque Nationale de Belgique a procédé régulièrement à des interventions. Suivant la tendance de baisse sur les marchés internationaux, les taux officiels d'escompte et d'avances ont été abaissés de 13 à 12% et de 14 à 13% respectivement, en deux étapes, les 9 septembre et 21 octobre.

Le mark allemand a connu des fluctuations liées à l'évolution politique intérieure. Celles-ci n'ont toutefois été que très passagères. Le 9 septembre, par suite essentiellement de la faiblesse d'autres monnaies européennes, il a quitté la dernière position dans la grille des parités. Vers la fin du mois, les autorités ont procédé à un assouplissement de la politique monétaire, en réduisant d'abord les réserves obligatoires de 10%, en offrant ensuite aux banques des liquidités à un taux d'intérêt inférieur au taux "Lombard" et à ceux du marché. Le 22 octobre, la Bundesbank a réduit de 1% ses taux d'escompte et "Lombard", les ramenant à 6 et 7% respectivement. Les prévisions pessimistes relatives à la situation économique de l'Allemagne, publiées par les cinq principaux instituts de recherches économiques, ont affaibli le mark vers la fin de la période.

La livre irlandaise, restée ferme en septembre, s'est affaiblie en octobre. Occupant la première place durant tout le mois de septembre, elle est retombée au milieu de la bande étroite vers la fin octobre. La Central Bank of Ireland a procédé à des cessions limitées de dollars durant les deux mois.

Après avoir été pendant plusieurs mois au-dessus du sommet de la bande étroite, la lire italienne s'est repliée sur une position

juste au-dessus du milieu de cette bande et ce recul s'est produit en dépit d'importantes interventions par la Banca d'Italia.

La drachme grecque s'est dépréciée de 2,8% vis-à-vis du dollar, mais n'a pratiquement pas varié par rapport à l'Ecu.

La livre sterling est restée ferme durant toute la période. Son taux pondéré est passé de 91,6 à 92,6 en raison principalement de la dévaluation de la couronne suédoise. La Bank of England a encore réduit ses taux opérationnels dans le marché monétaire, favorisant ainsi une réduction du taux de base des banques commerciales en deux étapes de 10 1/2 à 9 1/2%. En plus, elle a procédé à des achats modestes de dollars sur le marché.

Le yen japonais s'est fortement affaibli, perdant environ 6,4% vis-à-vis du dollar et 3,8% vis-à-vis de l'Ecu. Le recul, dû principalement à des exportations de capitaux, a amené la Banque du Japon à procéder à des interventions très importantes en septembre. Au début d'octobre, la baisse générale des taux d'intérêt aux Etats-Unis et l'annonce d'une série de mesures destinées à stimuler l'économie japonaise ont raffermi temporairement le yen. Ensuite, l'incertitude au sujet de la politique économique après la nouvelle de la démission du Premier Ministre a de nouveau pesé sur le yen et la Banque du Japon a repris ses interventions de soutien.

Le franc suisse s'est déprécié en septembre et octobre. Au cours de cette période, il a perdu 3,9% vis-à-vis du dollar et 1,2% vis-à-vis de l'Ecu, malgré le rétrécissement du différentiel d'intérêt, aussi bien par rapport au dollar qu'au mark allemand.

La pression sur la couronne suédoise a forcé la Sveriges Riksbank à intervenir de façon massive en septembre et début octobre. En vue de décourager la spéculation, les autorités ont, avec effet au 1er octobre, augmenté de 5 à 7% le taux pénalisateur applicable aux emprunts des banques. Cette mesure n'a toutefois pas eu les effets attendus. Le 7 octobre, la Sveriges Riksbank a informé les banques qu'elle n'interviendrait pas dans le marché et le 8 octobre la couronne a été dévaluée de 16% par rapport à un panier de monnaies, dans le cadre d'un plan de stabilisation de l'économie suédoise. Après la dévaluation, un reflux considérable de capitaux s'est produit et la banque centrale a procédé à des rachats qui ont été supérieurs aux ventes effectuées

depuis le début de septembre. Les relèvements de taux d'intérêt, effectués avant la dévaluation, ont alors pu être renversés. En termes d'index pondéré, la monnaie suédoise s'est dépréciée de quelque 14,5%.

La couronne norvégienne a été dévaluée le 6 septembre de 3% en termes d'un index pondéré de monnaies. Cette dévaluation s'ajoutait à la dépréciation effective de 3 1/2% résultant de la modification, intervenue début août, des poids attribués aux monnaies composant l'index pondéré. La dévaluation de la monnaie suédoise a pesé sur la couronne norvégienne qui s'est dépréciée de 2% en termes effectifs, alors que la Norges Bank a effectué des ventes importantes de dollars. L'annonce d'un programme d'aide aux secteurs industriels les plus exposés aux effets de la dévaluation suédoise et la ferme détermination des autorités de ne pas dévaluer ont ramené le calme dans les marchés. Finalement, la couronne norvégienne a perdu 7,2% contre dollar et 5% contre l'Ecu.

Le dollar canadien s'est amélioré légèrement vis-à-vis du dollar EU. Cette évolution a été due principalement à la persistance d'un différentiel de taux d'intérêt important en faveur de la monnaie canadienne. L'amélioration de la situation de la balance des paiements et certains signes d'une baisse du taux d'inflation au Canada ont constitué d'autres facteurs de soutien.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Au cours de la période sous revue, les banques centrales participant à la concertation ont été très actives. En septembre, les ventes nettes de dollars se sont élevées à \$4,1 milliards, contre des ventes nettes de \$0,5 milliard en août. Ce chiffre se décompose en achats bruts de \$1,2 milliard et en ventes brutes de \$5,3 milliards. Les plus gros vendeurs ont été la Banque du Japon, la Sveriges Riksbank et la Danmarks Nationalbank. La Banque de France et la Banca d'Italia ont également vendu des montants importants. Seules la Banque du Canada et la Bank of England se sont montrées acheteurs nets de dollars.

En octobre, les ventes brutes ont porté sur un montant de \$7,2 milliards et ont dépassé largement celles de septembre. Toutefois, avec un total de \$3,0 milliards, les achats ont également été plus importants,

de sorte que les ventes nettes s'élèvent à \$4,2 milliards, soit virtuellement le même montant qu'en septembre. Les gros vendeurs et les acheteurs ont été les mêmes qu'en septembre, à l'exception de la Sveriges Riksbank qui est devenue un acheteur important et de la Norges Bank qui est apparue comme un vendeur notoire.

Les autorités américaines ont vendu des dollars en octobre pour un faible montant.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Les interventions brutes en monnaies communautaires ont porté sur une contre-valeur de \$0,8 milliard en septembre et \$0,9 milliard en octobre. Elles ont consisté pour plus de 80% en ventes et rachats de marks allemands contre francs français. En outre, le mark a également été vendu contre francs belges, mais acheté contre florins et couronnes danoises. Enfin, le franc belge a été acheté contre florins.

A l'exception de quelques petits montants qui ont été traités à la limite, toutes les interventions ont été effectuées à l'intérieur des marges et ont été financées par la variation des réserves.

* * *

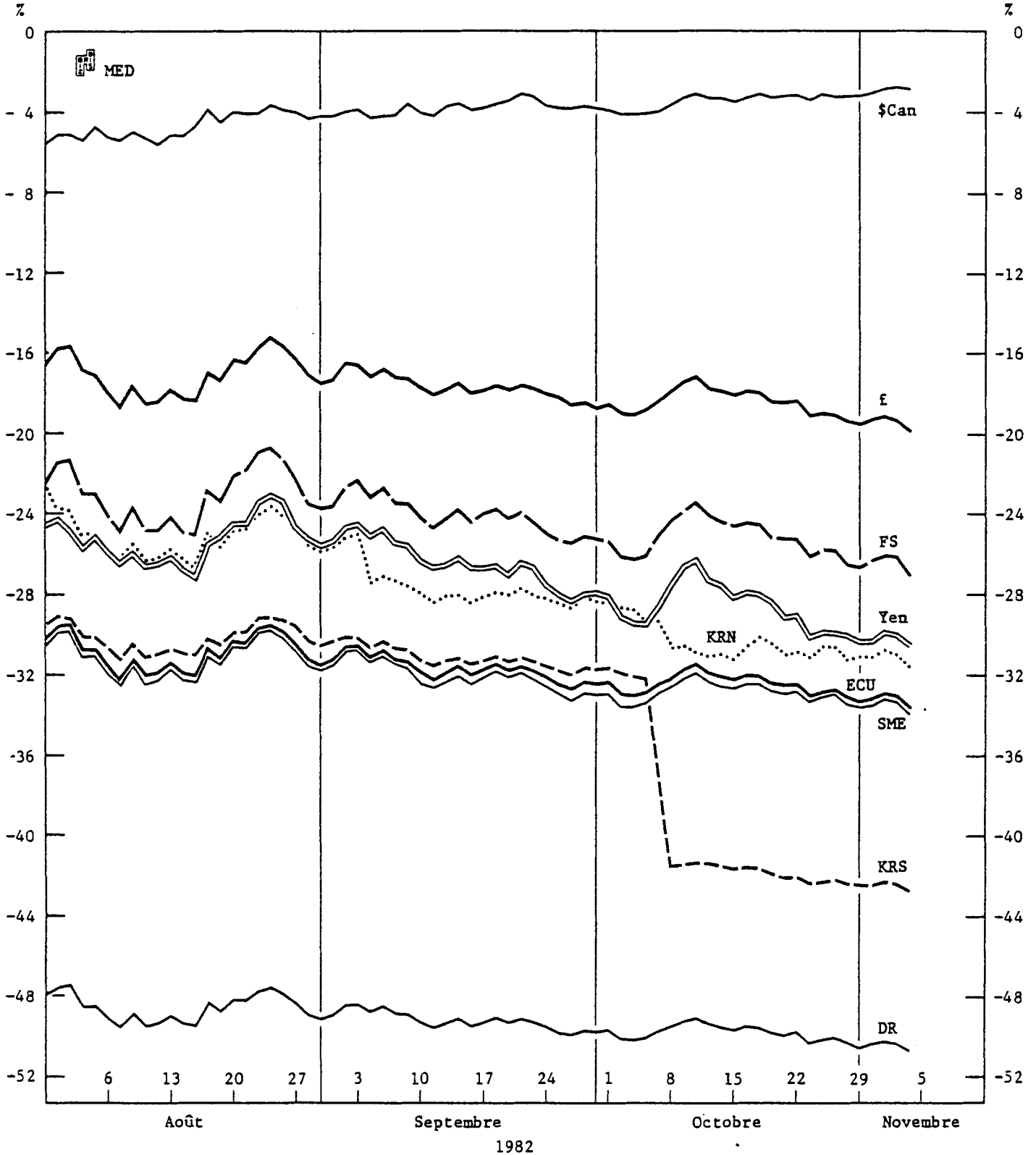
Au cours des premiers jours de novembre, le dollar s'est d'abord inscrit en baisse, puis s'est raffermi vigoureusement au lendemain des élections aux Etats-Unis. Sur plusieurs places, il a atteint des niveaux que l'on n'avait plus notés depuis plusieurs années.

Au sein du système monétaire européen, les positions des monnaies participantes n'ont pas subi de variations significatives. La Nederlandsche Bank a réduit de 0,5 point ses taux officiels ramenant ainsi le taux d'escompte à 5,5%.

La livre sterling est restée stable, tandis que le yen et le dollar canadien se sont raffermis tant vis-à-vis du dollar qu'à l'égard des autres monnaies.

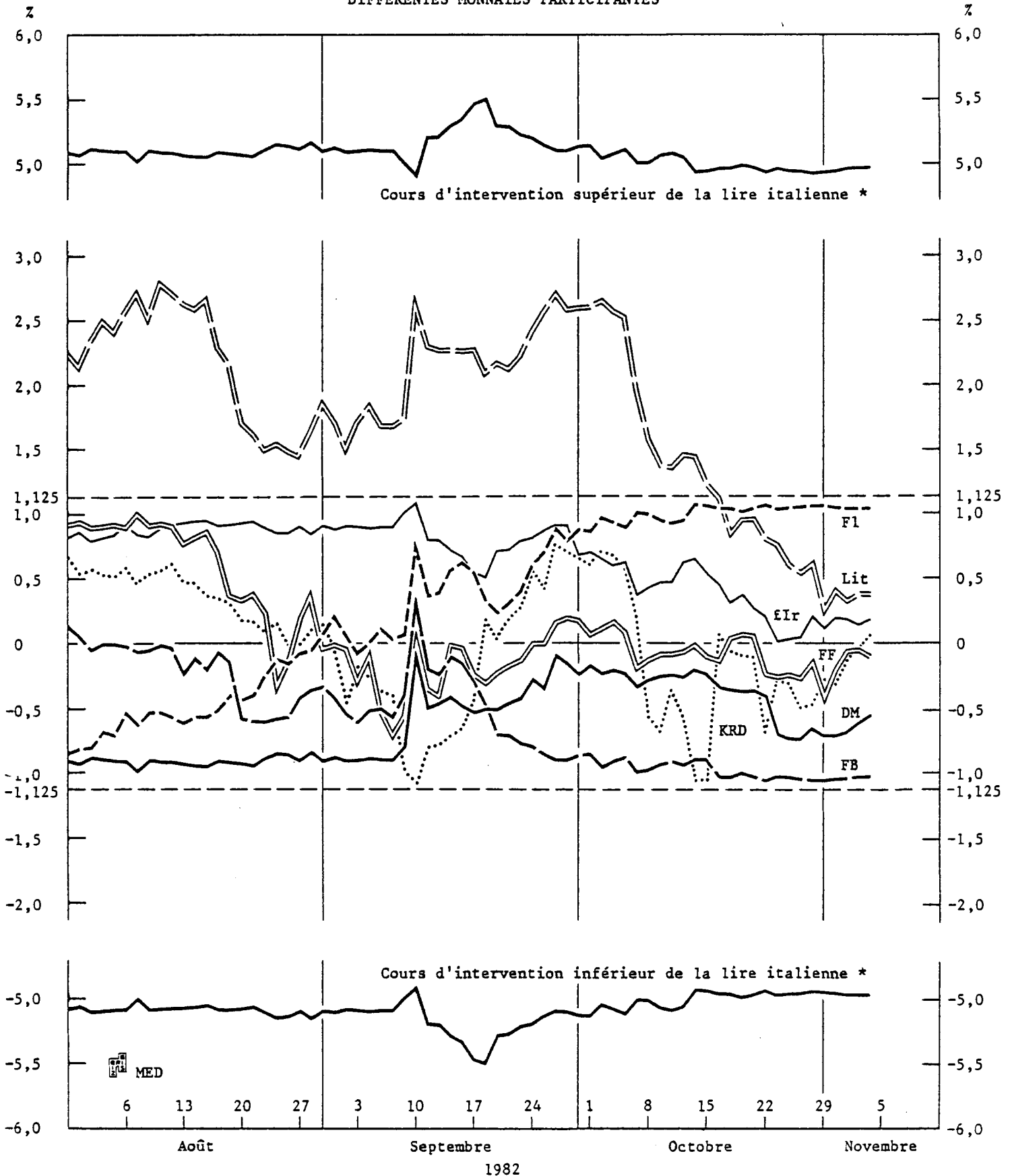
Les interventions en dollars durant les premiers jours de novembre se sont soldées par une vente nette de 0,1 milliard de dollars. La Banca d'Italia a été le principal vendeur, la Banque du Canada le principal acheteur. Les interventions en monnaies communautaires ont également été peu importantes.

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.

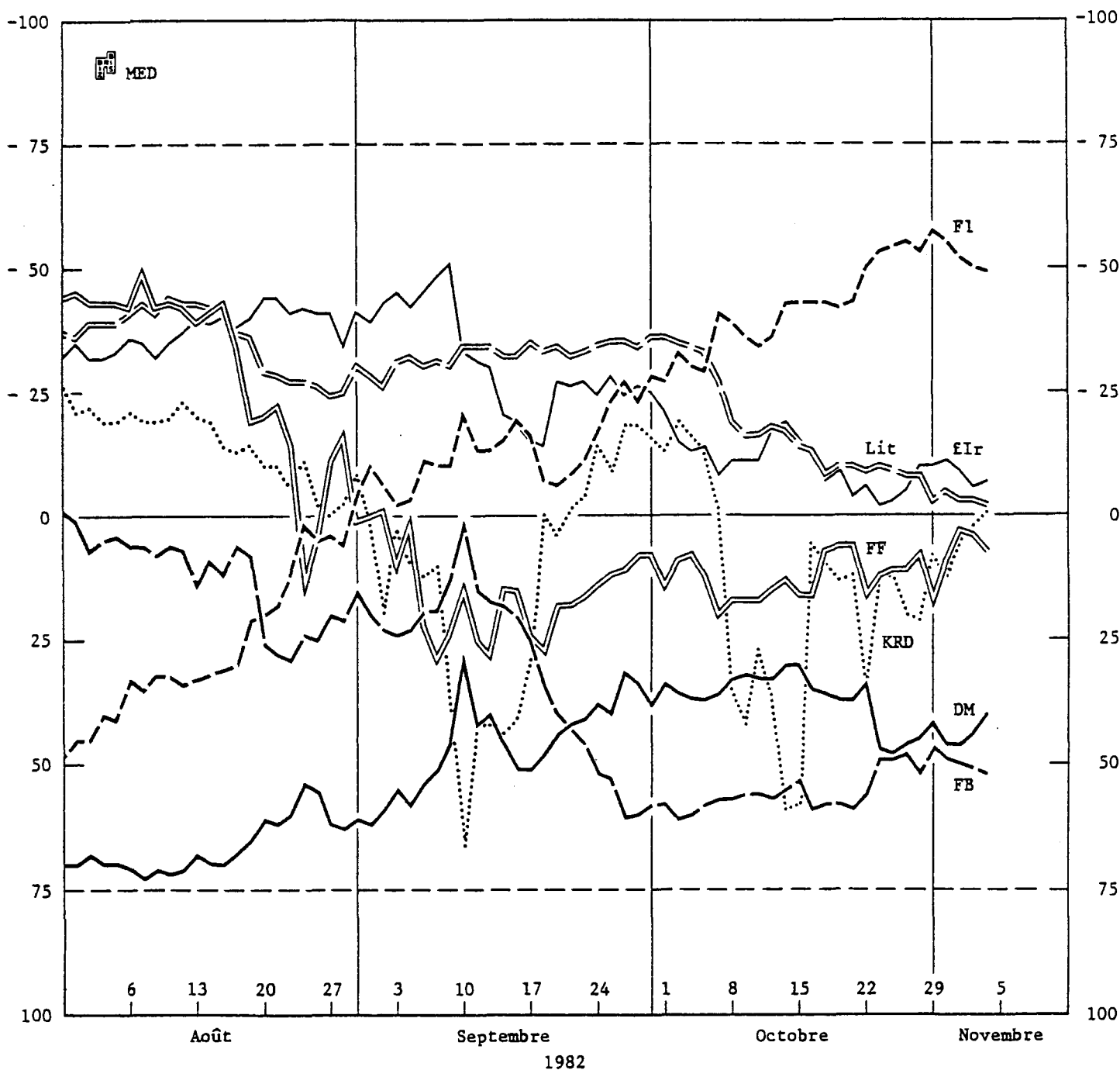
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

4 novembre 1982

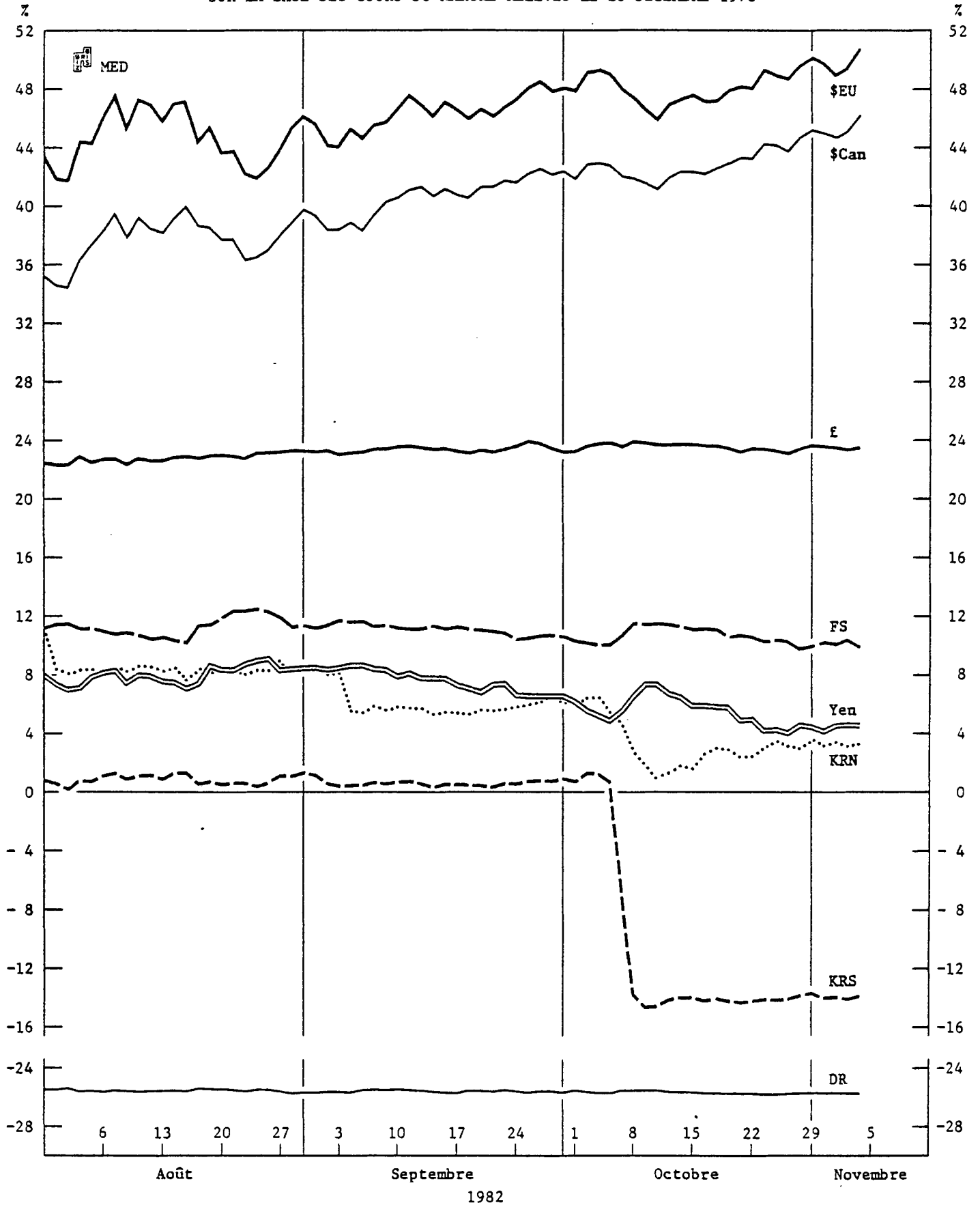
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

4 novembre 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.