

PROCES-VERBAL DE LA 175e SEANCE *
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 AVRIL 1983 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de France et Président du Comité, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort, Waitzenegger et Granet; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et 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 M. Papanicolaou; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par M. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Magnifico et Saccomani; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par M. Szász; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Directeur Général des Affaires économiques et financières à la Commission des Communautés européennes, M. Russo, accompagné par M. Mingasson; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assiste, en outre, M. Dalgaard; Président de groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que M. Lamfalussy.

I. Approbation du procès-verbal de la 174e séance

Le procès-verbal de la 174e séance, tenue le 8 mars 1983, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

Le Président souhaite la bienvenue à M. Russo, nouveau Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes; il lui souhaite en particulier du succès dans ses nouvelles fonctions communautaires et une longue carrière dans le Comité comme représentant de la Commission.

* Texte définitif, approuvé selon la procédure convenue lors de la séance du 10 mai 1983, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intra-communautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE:

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

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

M. Lefort indique que les Suppléants ont marqué leur accord sur le texte du rapport et n'ont pas fait de commentaires particuliers sur l'évolution des marchés des changes durant le mois de mars et les premiers jours d'avril.

M. Ciampi rappelle que la lire s'est située, après le réaligement, à un cours légèrement supérieur à ce qu'il était avant et que ce phénomène, quelque peu surprenant, est dû à la politique menée par la Banca d'Italia. En effet, en février et au début de mars, un différentiel très marqué des taux d'intérêt a soutenu la lire. Lorsque le 7 mars les pressions à la baisse ont touché aussi la lire, des mesures rigoureuses de compression de la liquidité des banques ont été prises et la dévaluation a été en fait anticipé en laissant le cours s'affaiblir de la partie supérieure à la partie inférieure de la bande élargie. En agissant de la sorte on a réduit les marges pour la spéculation et les pertes de réserves ont pu être limitées. Après le réaligement, le marché a sanctionné la position de la lire et le renversement des mouvements de capitaux a permis de reconstituer les réserves officielles à leur niveau de fin février.

M. Hoffmeyer rappelle que lors du réaligement les autorités danoises n'ont pas suivi l'idée émise au cours des négociations, que toutes les monnaies se trouvant au bas de la bande du SME devraient être ajustées de manière identique vis-à-vis du deutsche mark. En effet, le glissement du cours de la couronne danoise, fin février - début mars, a correspondu à des raisons de stratégie et de tactique. En réalité, les mesures introduites à l'automne 1982, notamment l'abolition de l'indexation des salaires et le plafonnement à 4% de la hausse annuelle de ceux-ci pendant deux ans, ont donné des résultats significatifs: baisse des taux d'intérêt à long terme de 21 à 14,5% et ralentissement sensible et continu du rythme d'inflation qui

devrait tomber à 5 ou 6% pour l'année. Ces données fondamentales militaient donc contre une forte dévaluation à l'égard du deutsche mark qui aurait été contraire à la politique anti-inflationniste suivie.

M. Godeaux constate, après le réalignement, que le marché a ratifié la décision prise par les autorités belges de maintenir un taux de change effectif du franc belge aussi stable que possible. La Banque Nationale aurait, toutefois, souhaité voir sa monnaie plus forte dans la bande de fluctuation, après le 21 mars; elle a choisi de racheter des devises sans attendre de se trouver aux cours limites mais n'a pu récupérer qu'une partie des réserves perdues précédemment; elle espère pouvoir continuer cette reconstitution en tenant compte notamment de l'évolution favorable de l'écart entre le franc financier et le franc du marché réglementé. Cet écart est tombé au voisinage de 1% alors qu'il s'élevait auparavant à 4,5% et parfois 6%.

En réponse à une remarque du Président sur l'absence de lien entre les deux marchés et l'aspect purement psychologique de ce facteur favorable, M. Godeaux reconnaît que si le phénomène est essentiellement psychologique il existe cependant un certain lien entre les deux marchés du fait, en particulier, que certaines opérations peuvent être effectuées, à l'option, sur l'un ou l'autre marché.

M. Jaans attire l'attention du Comité sur le fait que lors du réalignement l'idée d'élargir les marges de fluctuation dans le SME a été évoquée. Même si cette question n'a pas reçu beaucoup d'écho et a été abandonnée, il serait peut-être utile de profiter maintenant d'une période de calme pour l'étudier de manière analytique et technique au sein du Comité.

Le Président rappelle que la proposition d'élargir les marges de fluctuation a été faite durant la négociation, notamment du côté français, à un moment où il n'était pas sûr que l'écart global serait suffisant. Finalement un accord ayant été trouvé sur l'écart global, cette proposition a été opportunément oubliée.

M. Pöhl considère qu'il est intéressant de voir que les cours de marché n'ont pas varié autant que les modifications des cours-pivots et que même certains sont actuellement plus haut qu'avant le réalignement.

Il y a là une sorte de camouflet pour la spéculation et il serait utile de trouver des méthodes qui découragent la spéculation et ne la rendent pas rentable. En théorie, deux moyens peuvent être envisagés, soit procéder à des adaptations des cours-pivots fréquentes mais de très faible ampleur pour que les cours restent dans la bande, soit élargir les marges de fluctuation.

M. Pöhl rappelle qu'à Bruxelles il s'était prononcé contre cette idée qui va à l'encontre de l'objectif de rétrécir autant que possible les marges mais il pourrait être effectivement intéressant de faire une étude destinée notamment à voir comment le SME pourrait être aménagé par cette méthode ou par une autre afin que la spéculation soit la moins rentable possible. En tout état de cause, si les Gouverneurs s'accordaient sur des modifications techniques, elles devraient être mises en oeuvre discrètement, dans le cadre de l'Accord entre les banques centrales, et pas avec toute la publicité et le tapage qui ont accompagné par exemple le dernier réalignement.

M. Duisenberg estime que trois semaines après le réalignement, les monnaies du SME n'ont peut-être pas encore atteint une position durable et que la décision d'étudier la possibilité d'élargir les marges de fluctuation risquerait de susciter quelques anticipations ou anxiétés. Il serait donc préférable de différer une telle décision.

M. Lamfalussy note que les réalignements fréquents sont peut-être en train de transformer le SME en un système de parités glissantes ou "crawling peg" mais que cette évolution ne constitue pas nécessairement un échec du SME. En effet, dans la mesure où celui-ci entérine les différentiels d'inflation et maintient les cours de change réels entre les monnaies participantes, il évite le problème majeur du système de flottement généralisé, à savoir les très grands écarts par rapport à l'évolution des parités de pouvoir d'achat qu'on observe par exemple pour le dollar et le yen. Ce phénomène assez complexe pourrait être étudié.

M. Pöhl estime qu'un SME ressemblant à un système de parités glissantes aurait des attraits techniques (en particulier en ce qui concerne la spéculation et les mouvements de capitaux massifs qui seraient découragés), mais il ne serait pas réalisable politiquement. Un tel système risquerait de renforcer les divergences entre les pays qui dévalueraient de façon répétée et accroîtraient ainsi leur taux d'inflation et ceux qui réévalueraient systématiquement et réduiraient leur inflation.

M. Pöhl reconnaît les craintes exprimées par M. Duisenberg mais il pense que les Suppléants pourraient examiner, dans la discrétion, certaines questions telles que l'élargissement éventuel des marges de fluctuation (à cet égard, l'expérience italienne est intéressante et semble être favorable).

M. Duisenberg indique qu'il n'est pas opposé à une étude (le Comité monétaire a d'ailleurs aussi des projets concernant le SME); il estime seulement peu opportun de lancer des travaux de ce genre si tôt après un réalignement.

M. Lamfalussy précise qu'il ne suggère pas d'examiner la transformation du SME en un système de parités glissantes mais d'étudier la contribution du SME depuis mars 1979 au maintien d'une stabilité relative des taux de change réels à l'intérieur de la Communauté.

M. Ciampi rappelle que le fonctionnement du SME repose sur l'accord du 13 mars 1979 et relève de la compétence des Gouverneurs. Il importe donc que ceux-ci ne se dessaisissent pas des études à faire dans ce domaine même s'il est peut-être préférable d'attendre un peu pour commencer.

M. Hoffmeyer marque son accord pour entreprendre une étude qui ne devrait pas être intitulée "élargissement des marges de fluctuation", titre trop provocateur, mais qui pourrait analyser si la spéculation a été gagnante notamment à l'occasion du dernier réalignement et comment on pourrait la rendre moins facile et moins rentable à l'avenir. Il y aurait peut-être un argument pour un élargissement temporaire des marges avec retour ensuite à la marge étroite.

M. Ó Cofaigh apporte son appui à l'idée d'une étude qui devrait inclure la question évoquée par M. Hoffmeyer des gains réalisés par la spéculation. Les Gouverneurs ne doivent pas, en effet, se dessaisir des questions relevant de leur compétence et il convient de ne pas trop attendre pour commencer les travaux.

M. Jaans reconnaît qu'il serait peut-être dangereux d'engager une étude axée sur l'élargissement des marges, comme s'il s'agissait d'une suggestion recueillant un consensus. Aussi pourrait-on partir des 4 années d'expérience italienne d'une marge élargie (la Banca d'Italia pourrait présenter une note). Peut-être qu'à l'issue de l'examen, au lieu de demander à l'Italie, comme dans le passé, de réduire sa marge, l'idée

prévaudra que, compte tenu des déficiences actuelles dans la convergence, la marge de 2,25% est un carcan trop fort.

Le Président présente quelques observations:

Depuis octobre 1981, trois réalignements généraux (sans compter l'ajustement plus limité de février 1982) ont eu lieu, ce qui signifie que le SME a connu des réalignements fréquents et importants et qu'on peut estimer que le système a moins bien fonctionné qu'au cours de ses deux premières années d'existence.

Les conditions dans lesquelles le dernier réalignement s'est fait se sont traduites par des bénéfices limités pour les opérateurs, puisque les variations des taux de change sur le marché après le 21 mars 1983 ont été sensiblement inférieures aux changements apportés aux cours-pivots. Cette constatation doit cependant être acceptée avec prudence car même si certaines techniques ont été utilisées pour limiter les profits spéculatifs (par exemple en France, avec les taux d'intérêt de l'euro-franc qui ont atteint des niveaux exceptionnels) de tels profits subsistent, ne serait-ce que sous la forme d'encaissement par certains opérateurs de ces taux d'intérêt considérables.

L'attachement au SME qui a été manifesté à l'occasion du dernier réalignement montre, une fois de plus, que si le système ne constitue peut-être pas une incitation suffisante à la convergence des politiques économiques il agit comme un véritable frein à la divergence et comme une contrainte très utile. La menace des ajustements monétaires, et des psychodrames qu'ils représentent, contribue ainsi à apporter un peu plus de sagesse dans les politiques économiques des Etats membres. Dans ce contexte, il importe d'éviter de donner l'impression, en décidant d'entreprendre des études, que des assouplissements au système sont souhaitables ou envisageables. Une telle approche prudente est justifiée, comme l'a indiqué M. Duisenberg, par la nécessité de laisser les marchés se stabiliser et de voir, sur une période plus longue que les quelques semaines qui viennent de s'écouler, quel est le degré de solidité et de durabilité des nouveaux cours, compte tenu notamment des mesures d'accompagnement importantes prises dans certains pays comme la France.

Le Président suggère que l'étude concernant le SME, qui serait confiée aux Suppléants, comporte en particulier les points suivants:

- examen des conséquences économiques et monétaires du fonctionnement du système, notamment sous le rapport de l'ajustement des parités de change aux parités de pouvoir d'achat et des avantages et inconvénients d'avoir des réalignements plus fréquents mais plus faibles;

- examen de l'expérience italienne de marges de fluctuation élargies; ce cas spécial n'est pas nécessairement un parfait guide pour le choix des marges les plus adaptées aux situations économiques actuelles dans la Communauté car l'expérience de l'Italie aurait été différente si la marge étroite n'avait pas été appliquée par tous ses partenaires du SME;
- examen de la pratique des interventions intramarginales et des conséquences favorables ou défavorables qu'elle a pu avoir sur d'autres participants au système.

Les études sur le SME ne devraient pas avoir pour objectif de proposer des réformes systématiques, le passage à la deuxième étape n'étant pas d'actualité même s'il doit rester à l'esprit en tant que but à plus long terme; elles devraient tâcher de tirer des enseignements de l'expérience de quatre années de fonctionnement du système en vue de dégager, sans changer les règles juridiques existantes, les possibilités d'un meilleur usage de ces règles.

M. Hoffmeyer marque son accord sur le ton général des suggestions du Président; il souhaiterait, toutefois, que les Suppléants préparent un projet de mandat précis et resserré afin de ne pas trop élargir le champ d'étude.

M. Duisenberg appuie la remarque de M. Hoffmeyer; il se prononce en faveur de l'élaboration par les Suppléants d'un projet de mandat se fondant sur les suggestions et observations faites en séance par le Président et certains membres, projet qui serait examiné par les Gouverneurs à la réunion de mai.

Le Président constate l'accord du Comité pour inviter les Suppléants à établir un projet de mandat sur la base du débat qui vient d'avoir lieu, projet qui sera mis à l'ordre du jour de la séance du Comité le 10 mai 1983.

III. Echange de vues sur l'évolution des taux d'intérêt, notamment aux Etats-Unis, et ses implications pour les politiques monétaires et les politiques de change des pays de la CEE

A. Exposé de M. Lefort

En partant des graphiques préparés par la BRI, les Suppléants ont eu un bref échange de vues sur l'évolution des taux d'intérêt à court et à long terme, nominaux et réels, dans les pays de la CEE et aux Etats-Unis.

Au cours de cet échange de vues, des remarques ont été formulées:

1. L'examen des graphiques fait ressortir les éléments suivants:

a) Les taux nominaux à long terme sont devenus, dans presque tous les pays recensés, supérieurs aux taux nominaux à court terme. Ce rétablissement de la hiérarchie normale des taux a résulté d'une baisse plus marquée, depuis fin 1981, des taux nominaux à court terme, baisse qui a cependant revêtu une moindre ampleur dans les pays à balances des paiements déficitaires.

b) Les taux d'intérêt réels, en particulier ceux à long terme, sont actuellement positifs dans tous les pays de la CEE, alors qu'ils étaient encore négatifs dans certains de ces pays durant la période 1979-1980. Aux Etats-Unis, ils n'ont cessé d'augmenter depuis le milieu de 1980 et sont maintenant de l'ordre de 9% pour le long terme. Le fléchissement du rythme l'inflation a été en effet beaucoup plus important que la réduction des taux d'intérêt nominaux.

2. L'analyse de l'évolution des taux d'intérêt au cours des dernières années a donné lieu à diverses observations.

a) La notion de taux d'intérêt réel a fait l'objet de certaines réserves de caractère conceptuel:

- pour le calcul des taux à long terme, la question a été posée de savoir s'il ne conviendrait pas de tenir compte des anticipations en matière d'inflation;
- pour les taux à court terme, en particulier dans le SME, les opérateurs tendent à attacher plus d'importance aux taux nominaux et aux anticipations sur l'évolution des taux de change;
- pour les taux à court comme à long terme, il conviendrait également de tenir compte du régime fiscal pour apprécier valablement le niveau des taux réels.

b) Des taux d'intérêt réels négatifs présentent l'inconvénient de ne pas permettre l'allocation optimale des ressources. Le retour à des taux d'intérêt réels positifs, en liaison principalement avec le recul de l'inflation, constitue donc une évolution favorable. Toutefois, certains Suppléants se sont demandés si ces taux ne sont pas déjà trop élevés dans quelques pays - surtout aux Etats-Unis - compte tenu de la situation conjoncturelle.

c) L'influence de la politique monétaire sur les taux d'intérêt à long terme est apparue à plusieurs Suppléants comme assez limitée. En effet, ces taux semblent essentiellement déterminés par les conditions du marché financier en fonction notamment de la situation des finances publiques.

d) Enfin, les Suppléants ont constaté que la situation sur les marchés des changes est dominée actuellement:

- par le renversement des positions des monnaies du SME, habituellement observé après un réalignement;
- par la fermeté continue du dollar à laquelle concourt le maintien de taux d'intérêt élevés aux Etats-Unis.

B. Exposé de M. Lamfalussy

Les graphiques qui ont été remis aux membres et aux suppléants du Comité n'appellent pas beaucoup d'explication, d'autant que leurs éléments les plus importants ont été présentés par M. Lefort; ils mettent particulièrement en relief le problème majeur pour la politique économique dans le monde, à savoir le niveau actuel des taux d'intérêt aux Etats-Unis et les dangers ou les distorsions qu'ils introduisent dans plusieurs domaines.

1. Des taux d'intérêt à long terme d'environ 13% en termes nominaux et de l'ordre de 9% en termes réels (cette distinction sera mieux explicitée ultérieurement) mettent en danger la poursuite de la reprise conjoncturelle aux Etats-Unis.

2. Le niveau des taux américains, surtout ceux à court terme, détermine largement l'évolution de la position financière des pays endettés, notamment d'Amérique Latine. Malgré une baisse importante, ces taux, de l'ordre de 9%, représentent une charge importante étant donné qu'ils ne doivent pas être comparés au rythme d'inflation aux Etats-Unis mais à la valeur globale des exportations des pays endettés, laquelle a fortement fléchi depuis quelques mois.

3. Le niveau des taux d'intérêt américains et le différentiel qu'ils impliquent par rapport à d'autres taux d'intérêt tels que ceux au Japon et en Allemagne, suscitent des mouvements de capitaux importants. Ceux-ci provoquent une surévaluation du dollar et permettent aux Etats-Unis d'avoir un déficit en comptes courants dont l'ampleur n'est pas soutenable à long terme (les poussées protectionnistes aux Etats-Unis sont déjà une manifestation de ces effets). Enfin, le niveau élevé des taux d'intérêt américains empêche,

même si cela est moins vrai qu'il y a un ou deux ans, de nouvelles baisses de taux d'intérêt dans d'autres pays.

Sur le plan de l'analyse, le taux d'intérêt réel correct est celui qui fait appel aux anticipations inflationnistes et pas au rythme d'inflation observé dans le passé. Toutefois, les anticipations ne se mesurant pas, ce concept n'est pas particulièrement utile. On peut d'ailleurs concevoir que les anticipations inflationnistes des agents économiques aux Etats-Unis ne soient pas uniformes, en particulier à l'issue d'une période agitée d'une dizaine d'années, pendant laquelle s'est produite une montée tendancielle du rythme d'inflation. Depuis un an et demi, le fléchissement de celui-ci a été beaucoup plus rapide que prévu, ce qui a entraîné des pertes, notamment pour des détenteurs d'actifs réels, par exemple immobilier. On peut donc imaginer que les prêteurs restent pessimistes au sujet de l'inflation et exigent des taux d'intérêt réels élevés, tandis que les emprunteurs ou investisseurs en capital, plus optimistes sur l'inflation, hésitent beaucoup à s'engager avec des taux réels aussi élevés. Ainsi, ces taux risquent d'influencer les décisions d'investissement.

Sur un plan plus fondamental, le niveau des taux d'intérêt américains relève d'une explication traditionnelle qui met en évidence le dosage relatif des politiques. La politique budgétaire et fiscale des Etats-Unis est manifestement expansionniste et les prévisions font état d'une augmentation considérable dans les mois et années à venir des besoins de financement du secteur public. Cette évolution ne s'infléchira pas sensiblement avec la reprise économique car, pour une large part, elle est de nature structurelle, liée notamment aux engagements déjà pris en matière de dépenses militaires, d'abaissement des impôts directs et d'autorisation de programme. Il s'en suit que les marchés financiers adoptent une attitude qui a pour résultat le maintien des taux d'intérêt, en particulier à long terme, à des niveaux exorbitants. Si la politique budgétaire ne peut guère être modifiée, la politique monétaire pourrait-elle être relâchée ? La Réserve Fédérale, depuis novembre 1982, semble avoir fait à peu près tout ce qu'elle pouvait dans ce sens. Toutefois, sa liberté d'action paraît être limitée par l'importance donnée à l'évolution des agrégats monétaires, or celle-ci qui est observée de très près par les marchés financiers et les agents économiques est marquée actuellement par une forte croissance.

En conclusion, la seule modification appropriée de la "policy mix" devrait porter sur la politique budgétaire américaine et même s'il s'agit d'une constatation banale, la voix des Gouverneurs pourrait se faire entendre.

C. Discussion du Comité

M. Duisenberg estime, comme M. Lamfalussy, que le niveau des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis risque effectivement de gêner considérablement la reprise économique dans ce pays. Il s'interroge sur l'incidence du régime fiscal appliqué aux taux d'intérêt qui d'après les interlocuteurs américains réduirait sensiblement le taux effectif.

M. Lamfalussy indique que l'impact du facteur fiscal aux Etats-Unis est différent selon que l'on est prêteur ou emprunteur et dans ce dernier cas selon que l'entreprise fait ou ne fait pas de bénéfices. Quoi qu'il en soit, ce facteur n'aboutit pas à des différences substantielles par rapport aux taux d'intérêt nominaux et à la situation dans d'autres pays.

M. Ciampi s'étonne que dans les discussions sur l'inflation et notamment à propos de la remontée de celle-ci qui pourrait résulter d'une reprise de la demande, on n'évoque plus le facteur du taux d'utilisation des capacités productives.

M. Lamfalussy reconnaît qu'il s'agit d'un facteur important qui permet d'être relativement optimiste sur les taux d'inflation futurs. En effet, même avec une reprise modeste, une plus grande utilisation des capacités productives entraînera une amélioration de la productivité qui sera bénéfique pour la stabilité des prix et des coûts.

En réponse à une question du Président sur le fait que les taux d'intérêt à court terme ont baissé sensiblement aux Etats-Unis alors que les taux à long terme ne fléchissent que lentement, M. Lamfalussy avance l'explication suivante: à partir de l'été 1982, en liaison notamment avec les problèmes financiers du Mexique, la Réserve Fédérale a exercé une pression sur les taux à court terme mais les marchés financiers n'ont pas entériné cette évolution, soit parce qu'ils ont douté de la capacité de la Réserve Fédérale de maintenir des taux bas, en raison des déficits budgétaires, soit parce qu'ils s'attendaient à une reprise de l'inflation.

M. Godeaux pense que la résistance à la baisse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis s'explique aussi par d'autres facteurs tels que les modifications importantes qui sont intervenues dans le système financier américain et dans les modes de collecte des capitaux. Ces modifications qui reflètent les préoccupations des épargnants à long terme à l'égard de l'inflation future tendent à augmenter les coûts financiers.

Le Président note que cette évolution est peut-être également responsable de la forte baisse de la vitesse de circulation de la monnaie qui a été constatée en 1982, baisse qui n'est pas explicable d'après le schéma classique.

Le Président clôt la discussion du Comité en remerciant MM. Lefort et Lamfalussy pour leurs exposés très intéressants.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Demande des Services de la Commission d'utiliser pour le Comité monétaire des données provisoires sur l'endettement extérieur des pays de la CEE, qui sont en cours d'élaboration au sein du "Groupe Raymond"

Le Président informe le Comité de la demande des Services de la Commission et invite M. Lefort à exposer le problème qui a été traité par les Suppléants.

M. Lefort fait l'exposé suivant:

Les Suppléants ont examiné la demande des Services de la Commission d'utiliser, pour le Comité monétaire, les statistiques sur l'endettement extérieur des pays de la CEE qui figurent dans les tableaux Nos 8 et 9 annexés aux rapports semestriels du "Groupe Raymond". Ces rapports, et donc les statistiques, sont régulièrement transmis au Comité monétaire mais seulement après leur examen par le Comité des Gouverneurs. Dans le cas présent, il s'agirait d'utiliser les données des tableaux avant que les Gouverneurs ne les examinent, lors de leur séance du 10 mai. Le Comité monétaire prévoit en effet d'avoir, à sa réunion du 4 mai, un débat sur l'ajustement et l'endettement extérieur des pays de la CEE.

Dans l'ensemble, les Suppléants ne voient pas d'objection à une utilisation anticipée de ces statistiques par le Comité monétaire. Ils ont souligné toutefois que les statistiques ne devraient être utilisées que

lorsqu'elles auront été arrêtées définitivement par le "Groupe Raymond" qui doit se réunir très prochainement. Enfin, on peut se demander si, à l'avenir, les examens périodiques du Comité monétaire concernant l'ajustement et l'endettement extérieur des pays de la CEE ne pourraient pas tenir compte du calendrier préétabli de l'examen par le Comité des Gouverneurs des rapports semestriels du "Groupe Raymond" dans lesquels les statistiques en cause figurent accompagnées de commentaires.

Le Président constate l'accord du Comité pour autoriser les Services de la Commission à utiliser, pour le Comité monétaire du 4 mai 1983, les statistiques sur l'endettement extérieur dès qu'elles auront été établies par le "Groupe Raymond" c'est-à-dire dans une quinzaine de jours (soit vers le 25 avril) et donc avant qu'elles soient examinées par les Gouverneurs à leur séance du 10 mai 1983. Le Président fait remarquer aux représentants de la Commission, qu'à l'avenir, le Comité monétaire serait avisé de faire en sorte que son examen des statistiques puisse avoir lieu en bénéficiant des commentaires que les Gouverneurs peuvent présenter sur ce sujet de l'endettement extérieur. Il ne semble pas, en effet, qu'une urgence extrême existe dans ce domaine et par conséquent une meilleure procédure consisterait, à l'avenir, pour le Comité monétaire à prévoir son débat quelques jours après plutôt que quelques jours avant celui du Comité des Gouverneurs.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité des Gouverneurs aura lieu à Bâle, le mardi 10 mai 1983.

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

MARS 1983

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En mars, le développement le plus marquant sur les marchés des changes a été l'accroissement des tensions au sein du SME qui a conduit à un réalignement, le 21 mars, comportant un ajustement, d'un maximum de 9%, des cours-pivots bilatéraux entre les monnaies participant au mécanisme de change. Le dollar EU et la plupart des autres monnaies ont fluctué dans des limites assez étroites.

Le dollar EU est resté ferme en mars, en liaison notamment avec le développement des tensions au sein du SME et de l'incertitude entourant la possibilité d'un accord entre les pays de l'OPEP au sujet des prix et de la production de pétrole. Les taux d'intérêt aux Etats-Unis et sur le marché de l'euro-dollar ont augmenté modérément durant le mois tandis que les taux officiels et ceux du marché ont baissé dans plusieurs pays européens; ces mouvements opposés ont élargi le différentiel

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

de taux d'intérêt en faveur du dollar. La hausse des taux d'intérêt sur le dollar a reflété les préoccupations du marché à l'égard du déficit du budget fédéral et de la possibilité d'un resserrement de la politique monétaire en réponse à la croissance récente des agrégats monétaires.

Sur l'ensemble du mois de mars, le dollar EU s'est apprécié de 2,1% en moyenne vis-à-vis des monnaies du SME, appréciation qui s'étale de moins de 0,1% par rapport à la couronne danoise à 6% par rapport au franc français. Le dollar s'est apprécié de 3% à l'égard de la livre sterling, de 1,8% à l'égard du franc suisse et de 1,2% par rapport au yen japonais.

Au sein du SME, les tensions qui existaient depuis quelques mois se sont intensifiées en liaison avec les élections législatives en Allemagne fédérale et les élections municipales en France. Plusieurs pays ont essayé de réduire les tensions en prenant diverses mesures, notamment des modifications des taux d'intérêt officiels, une action visant à influencer les taux d'intérêt sur le marché intérieur et l'euro-marché, un renforcement des restrictions de change. L'intensification des tensions a conduit à un réalignement des cours-pivots au sein du SME avec effet au 21 mars 1983. Ce réalignement a concerné toutes les monnaies du système, et s'est traduit par des réévaluations de 5,5% du deutsche mark, de 3,5% du florin néerlandais, de 2,5% de la couronne danoise, de 1,5% du franc belge et par des dévaluations de 2,5% du franc français et de la lire italienne et de 3,5% de la livre irlandaise.

Ainsi qu'il est habituel après un réalignement, un renversement des positions s'est produit à l'intérieur de la bande du SME, les monnaies se déplaçant du plafond au plancher de la bande et vice versa. De ce fait, les variations des cours du marché ont été nettement inférieures aux modifications des cours-pivots et dans plusieurs cas elles ont eu lieu en sens inverse de ces modifications. Dans l'ensemble, alors que les ajustements des cours-pivots sont allés jusqu'à 9%, les variations des cours sur le marché n'ont pas excédé 6%.

Jusqu'au réalignement, le franc belge s'est situé à la limite inférieure de la bande étroite, sauf pendant une période de forte fluctuation - due à la suspension temporaire de certaines facilités de change sur le marché officiel - qui l'a porté vers la limite supérieure du système les 14 et 15 mars. Les autorités belges ont soutenu leur monnaie de diverses

manières: interventions substantielles, relèvement de 2,5 points le 8 mars des taux officiels (taux d'escompte porté de 11,5 à 14%, taux d'avances de 12,5 à 15%), introduction, le 14 mars, des mesures de change mentionnées ci-dessus. Après le réalignement, le franc belge s'est situé au milieu de la bande de fluctuation étroite et les autorités ont été en mesure d'abaisser à 11% le taux d'escompte, soit le niveau le plus bas depuis trois ans, de ramener le taux d'avances à 12% et de rétablir partiellement les facilités pour la détention d'avois en devises.

Les pressions sur le franc français se sont amplifiées à la veille des élections allemandes et du premier tour des élections municipales en France; elles ont conduit les autorités à interrompre leurs interventions intramarginales dans la matinée du 7 mars. En outre, une forte hausse des taux de l'euro-franc a contribué à diminuer sensiblement l'importance de la spéculation. Après le réalignement, le franc s'est situé à la limite supérieure de la bande de fluctuation de 2,25% en raison du dénouement des positions à la baisse, puis de l'annonce d'un programme strict d'accompagnement.

La lire italienne a également été soumise à de fortes pressions à la baisse, auxquelles les autorités ont réagi, soit par le biais d'interventions sur les marchés des changes, soit en laissant fléchir le taux de change à l'intérieur de la bande élargie de 6%. Après le réalignement, le taux du marché de la lire en termes d'Ecus s'est apprécié par rapport à celui des jours précédant le réalignement. En effet, le dénouement des positions spéculatives prises au cours des semaines précédentes a poussé vers le haut le cours de la lire qui a utilisé amplement sa marge de fluctuation élargie.

Le deutsche mark a suivi une évolution en grande partie inverse de celle du franc français, se situant durablement à la limite supérieure de la bande étroite avant le réalignement et à la limite inférieure ensuite. Les autorités monétaires allemandes ont contrecarré les pressions à la hausse en intervenant sur le marché des changes et en abaissant les taux officiels le 17 mars (taux d'escompte ramené de 5 à 4%, taux d'avances de 6 à 5%). Après le réalignement, la valeur de marché du mark en termes d'Ecus a augmenté, bien que sensiblement moins que ne l'impliquerait l'ajustement des cours-pivots.

Le florin néerlandais s'est maintenu, jusqu'au réalignement, au voisinage de la limite supérieure de la bande étroite. Le 1er et le 17 mars, les taux officiels ont été abaissés d'un demi-point chaque fois. Après le réalignement, la monnaie néerlandaise s'est située dans la partie inférieure de la bande étroite, touchant même son point limite à la fin du mois.

La couronne danoise s'est laissée glisser jusqu'au plancher de la bande étroite. Ce mouvement a été stabilisé au moyen d'interventions et d'un relèvement de 15,5 à 25% du taux du marché monétaire. Lors du réalignement, les cours-pivots ont dans l'ensemble très peu varié. Le taux d'escompte a été abaissé de 10 à 8,5% à la lumière des progrès de la balance commerciale et de la modération des augmentations des salaires. Après le réalignement, la couronne danoise a vu son cours de marché s'apprécier vis-à-vis de toutes les autres monnaies et elle est remontée à la limite supérieure de la bande étroite.

L'ajustement en baisse le plus important fait dans le cadre du réalignement des cours-pivots bilatéraux a concerné la livre irlandaise; celle-ci a aussi subi une dévaluation effective sur le marché en termes d'Ecus. Il en est résulté une diminution des tensions auxquelles elle était soumise en raison de la baisse de la livre sterling. Depuis le réalignement, aidée par des reflux de capitaux modérés, la livre irlandaise s'est située à la limite supérieure de la bande ou à son voisinage.

La livre sterling a poursuivi son mouvement de baisse amorcé en novembre 1982, tombant à de nouveaux minimums historiques par rapport au dollar EU et au deutsche mark. Le fléchissement de mars a été lié aux incertitudes suscitées par le prix du pétrole, que l'accord auquel ont abouti les pays de l'OPEP n'ont pas apaisées, et à la montée des taux d'intérêt sur les actifs libellés en dollars EU, conjuguée avec un léger fléchissement des taux au Royaume-Uni. Dans les derniers jours du mois, cependant, l'amélioration des perspectives du marché pétrolier a provoqué une inversion de tendance et, sur l'ensemble du mois, la baisse de la livre sterling, en termes de taux de change effectif, a été limitée.

La drachme grecque a subi en mars une légère dépréciation par rapport au dollar EU et une appréciation vis-à-vis de l'Ecu, faisant ainsi preuve d'une notable stabilité d'ensemble depuis la récente dévaluation de janvier 1983.

Le yen japonais, qui s'était raffermi par rapport au dollar EU au mois de février, a perdu le terrain qu'il avait conquis précédemment, du fait de l'incidence du relèvement des taux d'intérêt sur le dollar. Au cours de la seconde quinzaine de mars, le yen s'est momentanément apprécié en raison d'une forte demande externe d'actifs en yens sur le marché des capitaux japonais.

Le franc suisse s'est affaibli, au cours de la première partie de mars, par rapport au dollar EU et davantage encore vis-à-vis de l'Ecu. Après le réaligement, dans le SME, il s'est renforcé en raison partiellement de la réduction de l'écart de taux d'intérêt en faveur du dollar.

La couronne norvégienne s'est dépréciée par rapport au dollar EU mais s'est appréciée en termes d'Ecus, grâce notamment à des interventions modérées.

La couronne suédoise a suivi une évolution parallèle à celle de la couronne norvégienne, au prix d'interventions également modérées qui se sont concentrées sur la première partie du mois de mars.

Le dollar canadien est resté stable durant la majeure partie de mars mais a été soumis à des pressions à la baisse pendant la dernière semaine par suite, principalement, de l'élimination d'un écart de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et le Canada favorable à ce dernier.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les fortes tensions au sein du SME ont donné lieu à un important volume d'interventions en dollars qui ont consisté principalement en ventes avant le réaligement et en achats après celui-ci. En février, les ventes nettes avaient atteint \$EU 1,2 milliard se décomposant en ventes brutes de \$EU 2,7 milliards et en achats bruts de \$EU 1,5 milliard. En mars, les ventes brutes de dollars se sont élevées à \$EU 5,3 milliards et les achats bruts à \$EU 1,5 milliard ce qui donne des ventes nettes de \$EU 3,8 milliards. Les ventes les plus importantes tant en termes bruts que nets ont été faites par la Banque de France, la Banca d'Italia et la Central Bank of Ireland. Parmi les autres vendeurs nets de dollars figurent la Danmarks Nationalbank, la Norges Bank et la Sveriges Riksbank.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

En mars, les interventions en monnaies communautaires ont été également très importantes: celles qui ont été effectuées avant le réaligement du 21 mars se sont en grande partie inversées au cours des jours suivants. Dans les deux cas, il s'est agi surtout d'interventions faites à la limite. Leur montant total brut a atteint l'équivalent de \$EU 8,3 milliards.

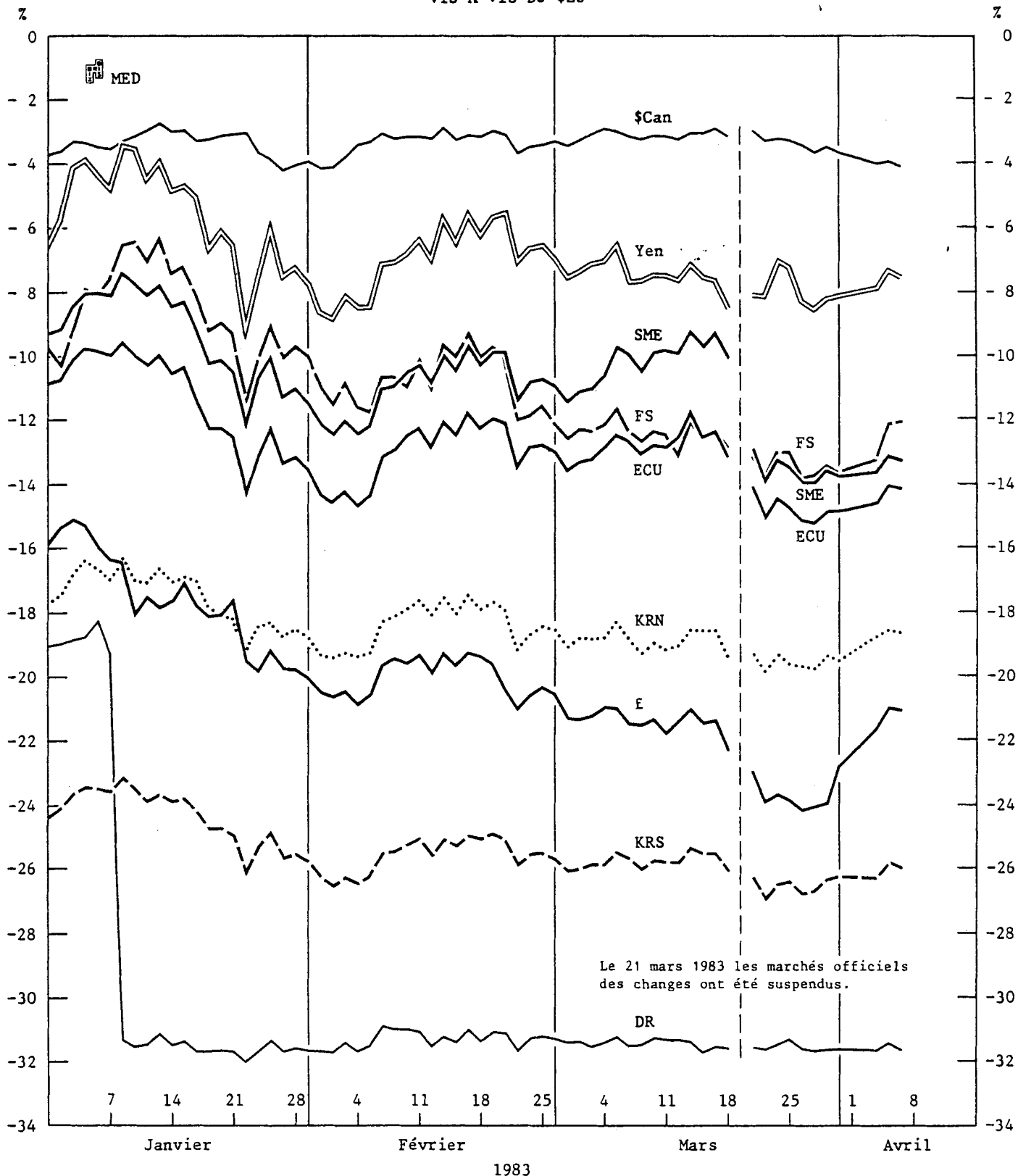
Avant le réaligement, les interventions les plus importantes ont pris la forme de ventes de deutsche marks par la Banque Nationale de Belgique, la Danmarks Nationalbank et la Banque de France. Après le réaligement, les interventions ont pris essentiellement la forme d'achats de deutsche marks par la Banque de France et de florins néerlandais par la Banque Nationale de Belgique.

* * *

Durant les premiers jours d'avril, le dollar EU a oscillé autour de ses niveaux élevés de fin mars, dans une situation toujours caractérisée par les incertitudes entourant l'évolution des taux à court terme sur la monnaie américaine. Les positions des monnaies du SME sont demeurées sensiblement inchangées par rapport aux jours ayant suivi le réaligement. La livre sterling a continué de se raffermir. La Sveriges Riksbank et la Banca d'Italia ont ramené leur taux d'escompte officiel respectivement de 9 à 8,5% et de 18 à 17%.

Les interventions en dollars et en monnaies communautaires ont encore porté sur des montants élevés; les principaux achats nets ont été effectués par la Banca d'Italia, la Banque de France, la Banque Nationale de Belgique et la Danmarks Nationalbank.

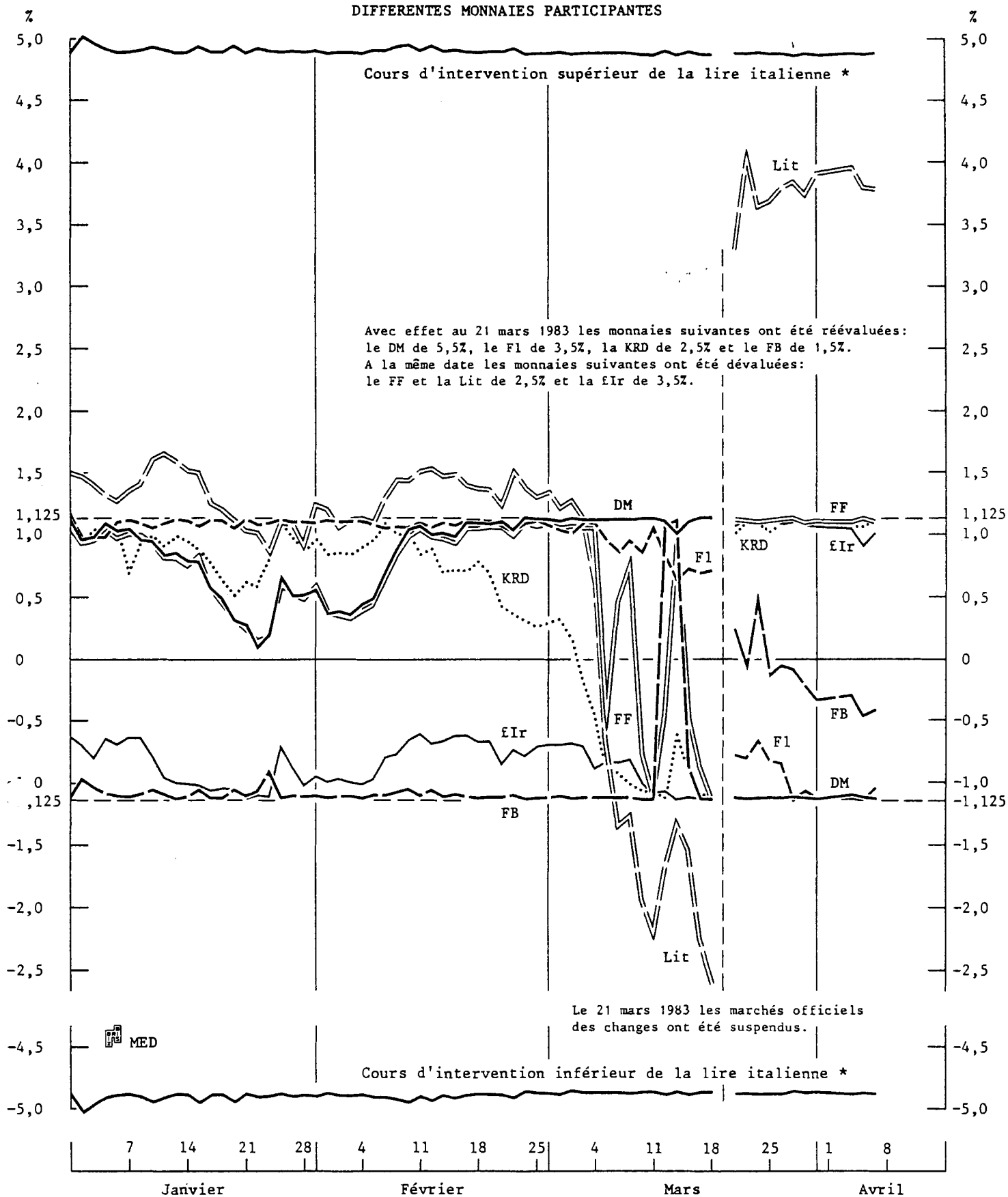
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981
 VIS-A-VIS DU \$EU *



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

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

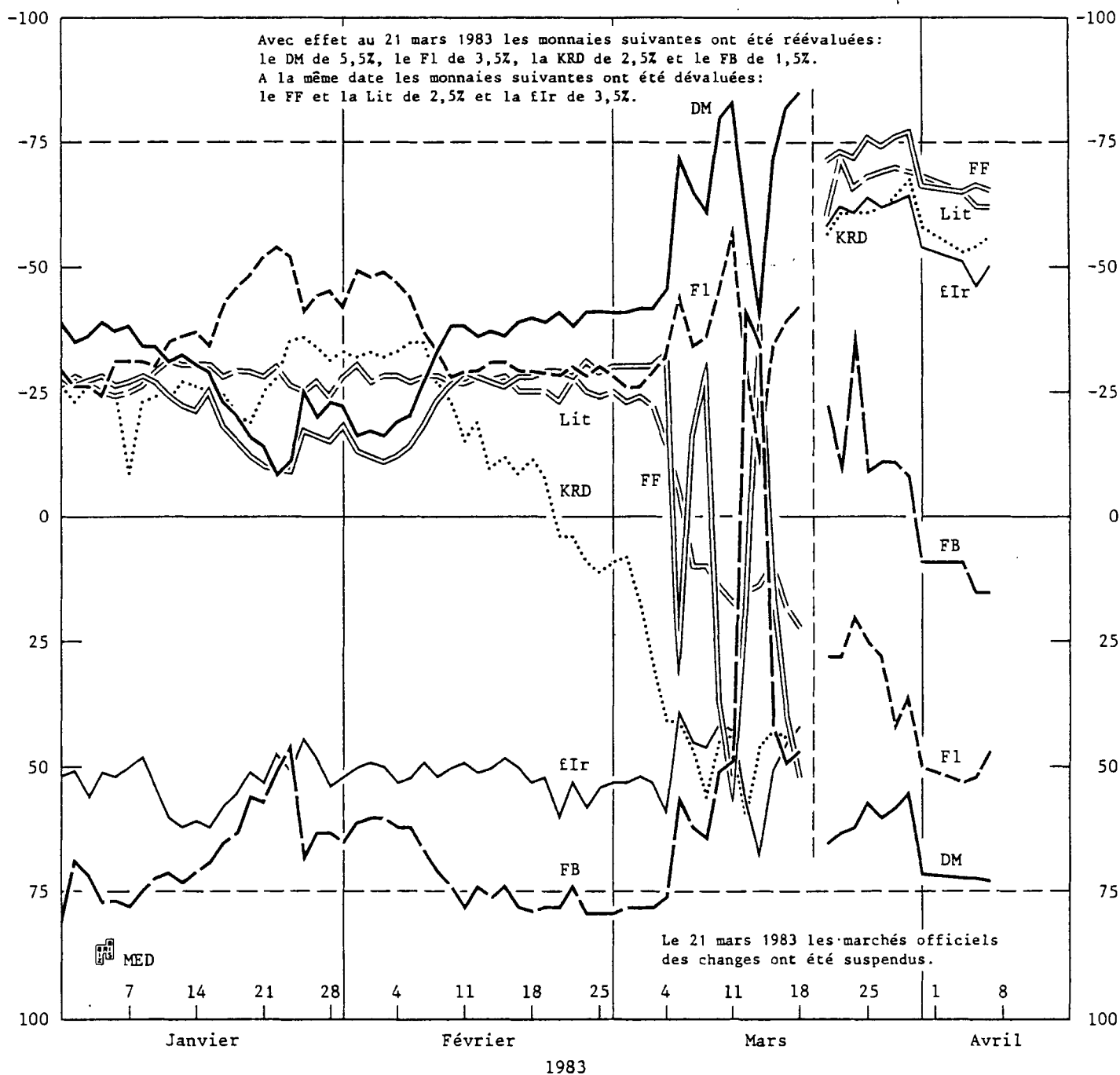
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

7 avril 1983

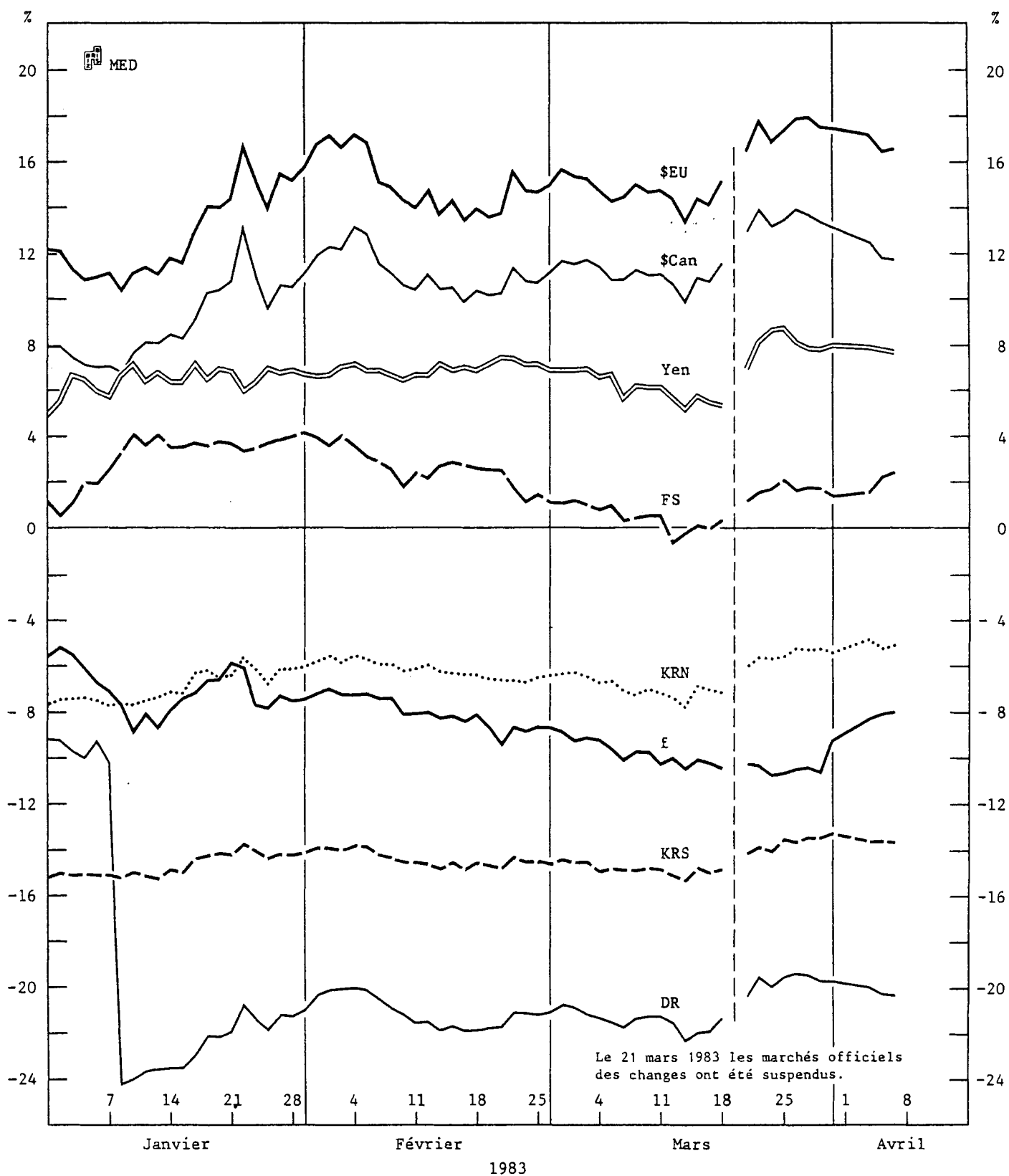
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

7 avril 1983

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
 PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
 SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1981 * 1



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

7 avril 1983