

PROCES-VERBAL*DE LA 179e SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 SEPTEMBRE 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. Papaefstratiou; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Magnifico et Saccomanni; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, de Boer et Brockmeijer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; M. Russo, Directeur Général à la Commission des Communautés européennes, accompagné par M. Mingasson; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; M. Jaans, Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du 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 MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 178e séance

Le procès-verbal de la 178e séance du 12 juillet 1983 est approuvé à l'unanimité par le Comité sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif.

* Texte définitif, identique à celui du projet, approuvé lors de la séance du 8 novembre 1983.

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

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de juillet et août et des premiers jours de septembre 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. Il souligne en particulier les éléments suivants:

- L'action concertée sur les marchés des changes, entreprise à l'initiative de la Banque de Réserve Fédérale de New York qui est intervenue pour la première fois cette année mais pour un montant total très modeste, 254 millions de dollars, surtout si l'on compare ce chiffre au produit national brut américain.
- Le renversement complet entre juillet et août du sens des interventions en dollars effectuées par l'ensemble des banques centrales participant à la concertation, le solde global passant d'un achat net de \$0,9 milliard en juillet à une vente nette de \$4,9 milliards.
- La diversification des interventions à l'achat de la Banca d'Italia qui, en plus de dollars, a acquis des deutsche marks pour des montants non négligeables.

M. Lefort indique qu'après avoir examiné le rapport "concertation" et suggéré quelques amendements au texte préparé par les experts, les Suppléants ont procédé à un échange de vues sur les interventions que plusieurs banques centrales, y compris la Federal Reserve Bank of New York, ont effectuées fin juillet et début août. Cette action sur les marchés des changes a donné lieu à diverses appréciations.

1. La majorité des Suppléants a estimé que ladite expérience n'a pas été concluante pour les raisons suivantes:

- manque d'ampleur et de continuité des interventions de la Federal Reserve Bank of New York qui avait pris l'initiative de l'opération; cette attitude a conduit à s'interroger sur les objectifs poursuivis par les autorités monétaires américaines; par ailleurs, elle a contribué à une répartition très inégale de la charge des interventions;
- manque de coordination entre les banques centrales participant à la concertation; en effet, seul un petit nombre d'entre elles ont été informées directement du déclenchement de l'opération, ce qui a pu nuire à sa généralité et à son efficacité;
- manque de cohérence des interventions avec l'action menée par les autorités américaines en matière de politique monétaire, notamment dans le domaine des taux d'intérêt; à cet égard, l'annonce d'une stérilisation des effets sur la liquidité interne des interventions de la "Federal" n'a pu que souligner ce manque de cohérence.

2. Dans leur ensemble, les Suppléants ont estimé qu'après avoir si longtemps demandé aux autorités américaines d'intervenir sur les marchés des changes, il était impossible de ne pas s'associer à l'initiative américaine malgré les ambiguïtés qu'elle présentait. Certains considèrent d'ailleurs que ces interventions ont, au moins momentanément, contribué à freiner une dynamique qui tendait à pousser le dollar vers des cours toujours plus élevés.

En tout état de cause, l'expérience de fin juillet-début août a montré:

- d'une part, que des interventions sur les marchés des changes ne peuvent avoir qu'une influence restreinte sur le cours du dollar dès lors que les politiques budgétaires et monétaires menées aux Etats-Unis restent inchangées;
- d'autre part, qu'il est difficile de mettre en oeuvre, au sein de la CEE, une politique commune vis-à-vis du dollar, en particulier tant que subsisteront des divergences entre les situations économiques fondamentales des Etats membres.

M. Lamfalussy s'associe aux observations faites par les Suppléants et souligne en particulier les deux points suivants:

- L'intervention sur le marché des changes a toutes les chances d'être inefficace lorsque la politique monétaire pousse les cours de change en sens opposé soit en agissant sur les anticipations, soit directement ou mécaniquement.
- Même s'il y a concordance entre l'orientation de la politique monétaire et le sens de l'intervention, pour que celle-ci soit efficace, il faut qu'elle dure suffisamment et que les opérateurs encaissent des pertes successives sur plusieurs journées.

M. Pöhl présente quelques commentaires sur l'augmentation du taux des avances sur titres effectuée par la Deutsche Bundesbank le 8 septembre et sur l'action concertée dans les marchés des changes.

Le relèvement de 5 à 5 1/2% du taux Lombard ne constitue pas un changement de la politique monétaire mais simplement un infléchissement rendu nécessaire essentiellement pour les deux raisons suivantes :

- Les taux débiteurs de la banque centrale avaient décroché depuis quelques mois des taux du marché; ces derniers se sont en effet raffermis tant pour le long terme que pour le court terme, en liaison notamment avec la hausse des taux américains. L'écart entre ceux-ci et les taux allemands s'est légèrement réduit sans entraîner d'effets jusqu'à présent sur la relation deutsche mark/dollar. Cette inélasticité est assez surprenante et il serait utile que du côté américain on agisse dans le sens d'une réduction supplémentaire de l'écart entre les taux d'intérêt, ce qui constituerait une contribution importante à la stabilisation des cours.
- La croissance monétaire depuis le début de 1983 est supérieure à l'objectif; durant les premiers mois, les obligations d'intervention dans le cadre du SME ont largement expliqué le dépassement mais, malgré les sorties importantes de capitaux qui ont suivi le réalignement du 21 mars 1983, le ralentissement de l'expansion monétaire n'a pas été très sensible et celle-ci se situe actuellement à 8,5% en taux annualisé, alors que le chiffre supérieur de la fourchette-objectif est 7%.

Si le relèvement du taux Lombard probablement ne permettra pas de revenir à ce taux, il représente un pas dans la bonne direction et il est important pour la crédibilité de la politique

de la Bundesbank; celle-ci marque ainsi sa volonté de réagir à un dépassement durable de l'objectif. En outre, ce dépassement peut avoir des conséquences pour la détermination de l'objectif monétaire pour 1984 et pourrait nécessiter par exemple un "base shift"; si celui-ci n'était pas accepté, il faudrait alors fixer un objectif très strict dont la réalisation impliquerait la mise en oeuvre d'une politique monétaire draconienne, qui serait peu souhaitable.

L'action de la Bundesbank en matière de taux d'intérêt a également pris en considération une certaine dégradation dans le domaine des prix qui, si elle se poursuivait, constituerait un facteur défavorable pour les négociations salariales prévues pour le début de 1984. La légère reprise de la hausse des prix tient essentiellement à l'affaiblissement du deutsche mark par rapport au dollar, situation qui a toutefois quelques avantages pour la compétitivité des exportateurs allemands.

En ce qui concerne l'action sur les marchés des changes, M. Pöhl précise que M. Sprinkel l'a appelé fin juillet pour proposer des interventions concertées. La participation américaine a été faible, sans doute trop timorée et pas assez durable; l'action d'ensemble, dans laquelle la Bundesbank a joué un rôle important (plus d'un milliard de ventes de dollars), a eu toutefois un certain effet et a contribué à une certaine normalisation des cours qui s'est produite un peu plus tard, à la faveur également d'une légère décreue des taux d'intérêt américains. L'efficacité des interventions est considérablement réduite si la politique monétaire n'est pas concordante. A cet égard, les déclarations de la "Federal" sur la neutralisation des effets monétaires internes de ses interventions limitaient d'emblée l'impact possible de ces dernières sur le cours du dollar. La Bundesbank a elle aussi compensé d'une certaine manière les effets sur la liquidité entraînés par ses interventions; en agissant ainsi elle a tâché d'éviter une montée appréciable des taux d'intérêt allemands et elle a évidemment accepté les conséquences sur la relation DM/\$.

M. Godeaux souligne que les hausses du taux Lombard en Allemagne et des taux officiels aux Pays-Bas constituent un facteur important pour la politique monétaire en Belgique et rendent certainement plus difficile la conciliation de deux objectifs parfois contradictoires: d'une part, la défense de la valeur extérieure du franc belge, d'autre part, la

contribution que la Banque Nationale veut apporter à la création d'un climat aussi favorable que possible à la reprise des investissements et donc au financement des entreprises, sans oublier l'impact sur le coût d'une dette publique extrêmement lourde. Jusqu'à présent, la Banque Nationale a estimé qu'une absence de réaction aux mesures prises en Allemagne et aux Pays-Bas représentait, au moins temporairement, une action satisfaisante qui ne doit laisser planer aucun doute sur la détermination de la Banque et des autorités de défendre la valeur extérieure du franc belge. Toutefois, si certaines évolutions en cours se poursuivent, des mesures portant très certainement sur les taux d'intérêt officiels deviendraient nécessaires. Ces évolutions concernent les conditions assez difficiles dans lesquelles la rentrée se fait: dégradation de la situation de l'emploi, réticence devant les projets budgétaires du gouvernement pour 1984 tant au Parlement qu'au sein des salariés (une grève des chemins de fer vient de se déclencher et elle risque de s'étendre à l'ensemble des services publics).

M. Duisenberg indique que, comme en Allemagne mais peut-être à un degré moindre, les taux d'intérêt du marché monétaire s'étaient relevés aux Pays-Bas au cours de l'été. Aussi la hausse des taux officiels néerlandais, qui a suivi la mesure allemande, représentait-elle essentiellement une normalisation sur le plan interne (les taux du marché n'ont d'ailleurs pas augmenté depuis le 8 septembre) et permettait également de maintenir un certain écart entre les taux allemands et néerlandais. Au total, l'initiative de la Nederlandsche Bank a plutôt renforcé la confiance dans le florin et, même si elle est intervenue deux jours après l'annonce d'un nouvel emprunt de l'Etat, elle n'a pas changé le climat monétaire.

M. Ciampi marque son accord avec l'avis exprimé par MM. Lefort et Lamfalussy sur l'inefficacité des interventions si elles ne sont pas soutenues par une politique monétaire orientée dans le même sens. Ainsi qu'il est dit dans le rapport "concertation", la lire a été stable durant les mois d'été par suite des entrées saisonnières de capitaux et de l'amélioration sensible de la balance des paiements courants; celle-ci est actuellement proche de l'équilibre et, pour l'ensemble de 1983, le déficit ne représentera que 0,5% du PNB italien. En dépit de cette situation, la Banca d'Italia a participé à l'action concertée et a effectué

quelques interventions en dollars et en deutsche marks. La politique monétaire italienne reste axée sur le maintien de taux d'intérêt réels élevés (ceux-ci ont même légèrement augmenté du fait de la baisse de l'inflation et de la stabilité des taux nominaux), afin de faciliter le placement des emprunts de l'Etat; elle a réussi en ce sens que le financement du Trésor a pu se faire entièrement par recours au marché. L'orientation future de la politique monétaire dépendra du succès du nouveau gouvernement dans la mise en oeuvre d'un programme dans lequel la lutte contre l'inflation occupe la priorité et repose en particulier sur la compression du déficit budgétaire et sur une politique des revenus.

M. Ó Cofaigh fait remarquer que, contrairement à l'évolution en Allemagne et aux Pays-Bas, en Irlande les taux du marché monétaire sont orientés à la baisse depuis plusieurs mois. Les autorités irlandaises ont essayé d'encourager ce mouvement, tout à fait opportun pour la reprise de l'activité économique, et ont réduit leurs taux officiels. Cette évolution des taux du marché monétaire reflète une situation de liquidité plus aisée et une amélioration très nette de la balance des paiements qui, pour la première fois depuis des années, fait apparaître un excédent. Les afflux de capitaux n'ont pas cessé depuis le réaligement de mars et la livre irlandaise s'est située la plupart du temps en haut de la bande de fluctuation du SME.

Le Président donne quelques indications sur la situation en France. A Paris, comme dans d'autres capitales, on a été surpris par l'opération dite d'interventions concertées annoncée au début d'août. La Banque de France y a cependant participé. Après une brève période, elle a agi avec souplesse dans la relation entre le franc français et le deutsche mark. C'est dans ce contexte que les taux d'intérêt officiels ont été relevés en Allemagne et dans d'autres pays. Il importe de suivre attentivement l'évolution de la situation sur le marché des changes, d'autant qu'un léger affaiblissement du franc français a pu être observé au début de septembre. Jusqu'à présent, la politique de taux d'intérêt n'a pas été modifiée à Paris. Les taux d'intervention de la Banque de France sur le marché monétaire sont restés stables à 12 1/4% pour le refinancement normal des banques (achats d'effets publics et privés) et à 12 5/8% pour les pensions à sept jours qui, en cas de besoin, complètent

le premier type de financement. Ces taux directeurs peuvent évidemment être modifiés en fonction de l'évolution sur le marché des changes. Depuis le début de juillet, la Banque de France a introduit une plus grande flexibilité dans ses interventions sur le marché monétaire et a eu tendance à les raréfier (il y a lieu de rappeler que l'escompte n'est plus pratiqué et que, par conséquent, le taux d'escompte ne joue plus aucun rôle).

En ce qui concerne l'évolution des données fondamentales en France, le Président signale le redressement rapide de la balance des paiements courants depuis la mise en oeuvre du plan d'accompagnement de la dévaluation du franc. Toutefois, si depuis avril les comptes courants sont au voisinage de l'équilibre, il convient de noter que ce résultat favorable reflète, dans une certaine mesure, des facteurs conjoncturels, et notamment le retour des importations à un niveau plus normal après un gonflement considérable au premier trimestre. Au total, pour l'ensemble de 1983, le déficit courant sera encore substantiel mais une progression vers un équilibre réel, dans le courant de 1984, est espérée.

M. Chalikias rappelle que la politique de change suivie par les autorités grecques a été modifiée au début d'août et il résume la nature, les raisons et les répercussions de ce changement. La drachme a été dévaluée de 15,5% le 9 janvier 1983 et, durant les mois qui ont suivi, l'objectif a été de stabiliser plus ou moins la parité en termes effectifs dans le cadre de la priorité accordée à la lutte contre l'inflation. Etant donné l'extrême sensibilité de l'opinion publique aux mouvements du cours de la drachme par rapport au dollar, la Banque de Grèce est intervenue à maintes reprises pour stabiliser ce cours. Même si l'incidence sur la balance des paiements d'une telle politique est difficile à évaluer, il est clair qu'une dépréciation vis-à-vis du dollar suscite des attentes d'une nouvelle dévaluation de la drachme et produit des effets négatifs sur les recettes de change, notamment au titre des "invisibles" et des importations de capitaux privés qui sont extrêmement importants pour le financement de la balance des paiements. Toutefois, comme l'affermissement du dollar s'est poursuivi, la drachme s'est appréciée de 8% en termes effectifs entre le 9 janvier et le 3 août, l'appréciation

atteignant 12,5% par rapport à l'Ecu. Devant l'accélération de l'appréciation du dollar, les autorités grecques ont cessé d'intervenir pour soutenir le cours de la drachme et ont déclaré que celui-ci serait désormais orienté vers les monnaies de la CEE, c'est-à-dire les monnaies des principaux partenaires commerciaux de la Grèce. Cette déclaration a été interprétée par le marché comme une intention de revenir aux cours observés le 9 janvier et en fait, entre le 3 août et le 9 septembre, la drachme s'est dépréciée d'environ 8% tant en termes effectifs que par rapport au dollar et à l'Ecu.

Le Président remercie M. Chalikias des informations qu'il vient de donner sur l'inflexion de la politique de change grecque; il constate l'adoption par le Comité du rapport "concertation" qui sera transmis selon la procédure habituelle aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

III. Suite des discussions de la réunion informelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs des pays de la CEE des 10 et 11 septembre 1983

Le Président rappelle que, dans le résumé que M. Arsenis a fait des travaux de la réunion informelle de Céphalonie concernant les suites de Williamsburg, le Ministre grec a relevé les six points suivants:

- 1) La relation entre les politiques d'ajustement et les problèmes de l'emploi, en réalité le sous-emploi, notamment dans les pays en voie de développement.
- 2) La création et la distribution des liquidités internationales, en particulier le problème des monnaies de réserve, dollar et autres monnaies telles que le deutsche mark, et le rôle que peuvent jouer les monnaies composites comme le DTS et l'Ecu.
- 3) L'instabilité des taux de change et les moyens susceptibles de la réduire.
- 4) La différence de profitabilité entre les économies américaines et européennes qui pourrait expliquer que, malgré des taux d'intérêt réels élevés, la reprise a pu se déclencher et se poursuit aux Etats-Unis, alors qu'en Europe, avec des taux d'intérêt réels en général nettement inférieurs, le même processus ne s'est pas encore manifesté.

- 5) Le rôle actuel et surtout futur du FMI, sa politique de crédit, ses relations avec la Banque Mondiale, etc.
- 6) Le renforcement du système monétaire européen notamment dans l'optique de développer des mécanismes d'aide à l'ajustement et au développement, afin de rendre éventuellement possible la participation au mécanisme de change de pays comme la Grèce.

Le Président invite les Gouverneurs à se prononcer sur la question de savoir si le Comité devrait entreprendre des études sur certains des points qu'il vient d'exposer, en prenant en considération, d'une part, le fait que le Comité monétaire est en principe chargé de préparer les discussions des Ministres des Finances sur l'ensemble des points, d'autre part, que plusieurs de ceux-ci devraient être évoqués, lors de la réunion du Groupe des Dix, le 24 septembre à Washington, et pourraient d'ailleurs être étudiés ultérieurement dans le cadre de ce Groupe.

En réponse à une question du Président, M. Russo précise que la Commission a pris une initiative dans ce domaine sous la forme notamment d'une lettre de M. Ortolí adressée aux Ministres des Finances et Gouverneurs avant la réunion de Céphalonie. La Commission estime nécessaire de donner suite aux accords de Williamsburg et a fait quelques propositions de procédure; elle demande aux Ministres des Finances de décider le lancement d'études sur plusieurs des points rappelés par le Président. Si le "suivi" de Williamsburg devrait être assuré essentiellement au sein du Groupe des Dix, le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs devraient essayer d'établir des positions communes ou les plus harmonisées possibles pour la CEE. Un calendrier ne pourra toutefois être soumis qu'après les prochaines réunions du Comité monétaire et du Groupe des Dix.

Le Président considère que certains points énumérés à Céphalonie ne relèvent pas de la compétence directe du Comité des Gouverneurs et que, par conséquent, celui-ci pourrait envisager de limiter son intérêt, selon une procédure à déterminer ultérieurement, principalement sur les points 2, 3 et 6, à savoir les liquidités internationales, l'instabilité des taux de changes et le renforcement du SME et, peut-être, également le point 5, rôle futur du FMI.

M. Duisenberg estime que les sujets mentionnés par le Président sont très importants et nécessiteraient de longues études. Dans l'immédiat, il conviendrait de faire le point, en collaboration avec la Commission, des travaux et rapports qui ont déjà été faits sur ces sujets, afin de ne pas recommencer inutilement des études.

M. Ciampi estime que le tri proposé par M. Duisenberg serait utile et permettrait de dégager, après les réunions de Washington, les questions qui mériteraient éventuellement d'être reprises. En procédant de la sorte, on devrait éviter deux dangers: celui de se laisser engager dans une procédure tournant à vide et n'aboutissant à rien de concret, mais aussi celui de laisser à d'autres les questions qui sont de la compétence des banques centrales.

M. Ó Cofaigh est également favorable à ce travail de pointage ou de tri des questions déjà étudiées et de celles qui mériteraient d'être reprises ou abordées pour la première fois; il ajoute qu'un tel tri devrait être fait aussi par le Comité monétaire.

M. Pöhl reconnaît que plusieurs des points cités par M. Arsenis sont manifestement de la compétence des banques centrales; toutefois, pour certains, de nouvelles études ne paraissent pas indiquées, par exemple le renforcement du SME: les travaux récents, qui ont été gardés dans le cercle du Comité, ayant montré qu'on ne peut guère envisager à l'heure actuelle de nouveautés ou des progrès. De même, la question de l'instabilité des taux de change, qui a été étudiée récemment dans le cadre du rapport établi par le groupe sur les interventions. En revanche, les banques centrales pourraient peut-être se pencher sur d'autres sujets et éviter ainsi d'être dessaisies; il s'agirait notamment de la question de savoir si les DTS et les Ecus ne pourraient pas assumer un rôle plus important en tant qu'actif de réserve et quelles seraient les conditions à remplir pour ce faire. Le sujet "liquidités internationales" qui est d'une grande actualité pourrait également être étudié: les statistiques dans ce domaine sont quelque peu équivoques, en particulier le déclin des réserves en devises et la contraction des crédits bancaires indiquent-ils l'existence du "global need" de liquidité mentionné dans les statuts du FMI ou sont-ils simplement le signe qu'il n'y a plus de bons débiteurs?

M. Leigh-Pemberton est également d'avis que le sujet "liquidités internationales" mérite une nouvelle étude portant en particulier sur le rôle des monnaies de réserve et des monnaies composites, DTS et Ecu. Il serait utile de dégager dans ce domaine (et spécialement pour l'Ecu qui intéresse les banques centrales au plus haut chef) des recommandations pratiques et concrètes.

M. Duisenberg peut se rallier aux suggestions avancées par MM. Pöhl et Leigh-Pemberton; il ajoute que le point 6 sur le SME pourrait être élargi pour couvrir les incidences qu'aurait pour le système l'adhésion de pays comme l'Espagne et le Portugal.

Le Président tire des conclusions provisoires du débat en constatant que les Gouverneurs sont d'accord pour considérer que, parmi les points pouvant intéresser les Ministres des Finances, qui ont été résumés par M. Arsenis, le Comité aurait à se concentrer sur certains d'entre eux: probablement, en priorité, les liquidités internationales avec, notamment, le rôle des monnaies de réserve et des monnaies composites DTS et Ecu; le Comité pourrait prendre en considération d'autres sujets si les Ministres des Finances ou la Commission le souhaitent ou si l'évolution des réflexions dans d'autres instances - Groupe des Dix - le justifiait.

Le Président propose que, le moment venu, les études soient confiées aux Suppléants, en collaboration avec le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard; les Suppléants prépareront, en temps utile, le mandat de travail correspondant. Il conviendra également d'éviter des répétitions ou doubles emplois avec le Comité monétaire au niveau des travaux techniques.

En réponse à des remarques faites par M. Janson, le Président précise que, bien entendu, les travaux du Comité des Gouverneurs pourront être infléchis en fonction des orientations qui se dégageront ultérieurement dans les enceintes tant communautaires qu'externes à la CEE.

M. Russo rappelle qu'aux yeux de la Commission l'important est que des études soient menées au sein des organes de la Communauté, en vue d'établir des positions communes, d'éclaircir les différences dans les positions nationales et de préparer les discussions tenues dans d'autres enceintes.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Tableaux sur les dépenses et recettes publiques corrigées pour tenir compte de l'inflation

Le Président informe le Comité que, suite au souhait exprimé lors de la séance du 12 juillet, le Secrétariat a établi, en collaboration avec le groupe d'experts présidé par M. Raymond, des tableaux sur les dépenses et recettes publiques corrigées pour tenir compte de l'inflation. Ces tableaux, accompagnés de quelques commentaires, ont été remis en séance aux Gouverneurs à titre de document d'information complétant la note sur les finances publiques en date du 28 juin 1983 préparée par le "Groupe Raymond".

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 8 novembre 1983 à 10 heures.

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

JUILLET ET AOUT 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 les mois de juillet, d'août et les premiers jours de septembre 1983.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juillet et août, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- forte appréciation du dollar du fait de nouvelles relatives à une expansion économique plus forte aux Etats-Unis et de l'attente d'une augmentation des taux d'intérêt;
- situation au sein du SME relativement stable et avec peu de tensions.

Le dollar EU s'est renforcé au cours de la première partie de juillet, la croissance de M1 et l'attente d'une nouvelle expansion au milieu de juillet ayant fait craindre que la réunion mensuelle du Comité fédéral de l'Open-Market ne soit suivie de mesures restrictives. Une

* Les banques centrales de la CEE, la Norvège, la Suède, la Suisse, le Japon, le Canada et les Etats-Unis.

détente a été enregistrée à la suite de la déclaration du Président Volker devant le Comité bancaire de la Chambre des Représentants mais, ultérieurement, le dollar s'est raffermi à l'annonce d'une croissance plus forte du PNB réel et en présence d'inquiétudes persistantes au sujet de l'augmentation rapide de la masse monétaire. Une nouvelle appréciation soudaine du dollar a conduit certaines banques centrales, y compris la Réserve Fédérale, à effectuer des ventes concertées de dollars fin juillet et spécialement durant les premiers jours d'août, qui au total ont atteint un montant substantiel. L'annonce de cette action et l'action elle-même ont provoqué dans un premier temps une détente du dollar. Cependant, les craintes d'une nouvelle augmentation des taux d'intérêt en dollar et l'absence de signes de relèvement des taux en Europe ont propulsé le dollar à son niveau le plus élevé depuis près de dix ans par rapport au deutsche mark et à des niveaux records à l'égard de plusieurs autres monnaies européennes. Un recul a été enregistré au milieu du mois d'août, suite à la publication de statistiques ne faisant état que d'augmentations modérées des agrégats monétaires, mais le dollar s'est à nouveau raffermi vers la fin du mois, du fait de l'action entreprise par le Réserve Fédérale pour drainer des liquidités et en raison de la publication de nouveaux chiffres décevants pour M1. Au cours des deux mois, juillet et août, le dollar s'était apprécié de 5,8% par rapport à l'Ecu, de 4,1% vis-à-vis du franc suisse, de 2,9% à l'égard du yen et de 2,4% envers la livre sterling.

La situation est demeurée relativement calme au sein du SME. La largeur de la bande communautaire est restée à ses limites maximales ou à proximité, et des interventions ont eu lieu occasionnellement aux limites. Toutefois, les interventions en monnaies du SME sont demeurées nettement en dessous des niveaux observés pendant la plupart des périodes récentes. Pendant la plus grande partie du mois de juillet et la première quinzaine d'août, le deutsche mark s'est tenu près de sa limite inférieure par rapport à la livre irlandaise. Par la suite, le franc belge a remplacé le deutsche mark en tant que monnaie la plus faible de la bande et, vers la fin d'août, le franc français a rejoint la livre irlandaise à sa limite supérieure.

Reflétant la fermeté du dollar, le deutsche mark a fait preuve de faiblesse tout au long de la période considérée. Début août, l'écart de taux d'intérêt s'est temporairement élargi en faveur du dollar, les prévisions au sujet de l'excédent de la balance des paiements pour 1983 ont été révisées en baisse et la croissance des agrégats monétaires s'est maintenue au-dessus de l'objectif fixé. Le deutsche mark a été soutenu par d'importantes ventes de dollars de la part de la Deutsche Bundesbank, spécialement au mois d'août, et par de modestes achats officiels de deutsche marks par d'autres banques centrales, y compris la Banca d'Italia.

Après une période de relative fermeté à la suite du réaligement de mars, qui avait permis de réduire de 5 points au total le taux d'escompte et les taux lombard et de renforcer quelque peu les réserves officielles, le franc belge s'est déplacé vers le plancher de la bande et la Banque Nationale a légèrement soutenu sa monnaie.

Le florin néerlandais s'est affermi à la fin du mois d'août pour occuper une position proche du centre de la bande étroite.

La couronne danoise s'est assez bien comportée et s'est située juste en deçà du centre de la bande étroite au cours de la plus grande partie de juillet et d'août.

La livre irlandaise s'étant maintenue à sa limite supérieure d'intervention pendant la majeure partie de juillet et d'août, la Central Bank of Ireland a effectué des achats modestes, surtout en francs belges et en deutsche marks.

Le franc français est resté ferme au sein du SME, après l'annonce des résultats favorables de la balance des paiements courants de la France pour le deuxième trimestre et la réaffirmation, par le gouvernement, de sa détermination de réduire l'inflation.

La lire italienne a fait preuve d'une excellente tenue au sein du SME; elle a approché par moments la limite supérieure de la bande élargie, ayant bénéficié d'un fort courant saisonnier de recettes touristiques. En juillet, la Banca d'Italia a effectué, en plus d'achats de deutsche marks, de nouveaux achats de dollars, qui n'ont été compensés qu'en partie en août.

La livre sterling a eu un comportement calme pendant la majeure partie de juillet et d'août, progressant légèrement en termes effectifs à mesure que s'amenuisaient les perspectives d'une réduction des taux d'intérêt britanniques et que le marché pétrolier se raffermissait.

La politique visant à stabiliser le cours de change de la drachme grecque par rapport au dollar EU a été abandonnée à compter du 4 août, en raison de la réévaluation sensible de la drachme vis-à-vis des monnaies européennes. A la suite de cette mesure, la drachme s'est dépréciée à l'égard du dollar EU, la dépréciation atteignant 8,9% sur l'ensemble des deux mois sous revue.

Malgré les réductions des taux créditeurs des banques commerciales, le franc suisse a moins cédé de terrain par rapport au dollar que les monnaies du SME, du fait notamment de nouvelles inquiétudes au sujet de la situation financière internationale.

La couronne norvégienne s'est raffermie de 0,8% en termes effectifs (elle s'est affaiblie de 3,1% par rapport au dollar EU, tandis qu'elle s'est appréciée vis-à-vis des monnaies européennes).

La couronne suédoise a reculé de 0,4% en termes effectifs et de 4,1% par rapport au dollar EU; les achats de dollars de la Sveriges Riksbank en juillet ont été compensés, et au-delà, par les ventes effectuées en août.

Pendant les mois de juillet et août, le dollar canadien a continué de fluctuer étroitement autour du cours de \$EU 0,8100 contre 1 dollar canadien. Pendant toute cette période, la monnaie canadienne a été soutenue par le comportement favorable de la balance des paiements du Canada, mais s'est ressentie des écarts de taux d'intérêt à court terme non couverts en faveur des avoirs libellés en dollars EU. Au total, le dollar canadien a très légèrement fléchi par rapport au dollar, mais s'est apprécié sensiblement à l'égard d'autres grandes monnaies.

Le yen japonais a moins fléchi que certaines autres grandes monnaies par rapport au dollar et n'a reculé que de 0,5% environ en termes effectifs, la balance commerciale du Japon ayant de nouveau fait preuve de vigueur (enregistrant notamment un excédent record en juillet) et les milieux officiels ayant fait savoir que les préoccupations entourant le yen faisaient écarter une réduction du taux de l'escompte.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En juillet, les banques centrales ont effectué \$EU 0,9 milliard d'achats nets, se décomposant en \$EU 1,9 milliard d'achats bruts et \$EU 1,0 milliard de ventes brutes; des ventes nettes ont été effectuées dans les derniers jours du mois. (En juin, on relevait \$EU 0,2 milliard de ventes nettes, résultant de \$EU 1,9 milliard d'achats bruts et de \$EU 2,1 milliards de ventes brutes.) Le principal acheteur net en juillet a été la Banca d'Italia; la Bank of England et la Sveriges Riksbank ont effectué des achats nets d'un montant modéré. Le principal vendeur net a été la Deutsche Bundesbank.

En août, les ventes nettes ont atteint un total de \$EU 4,9 milliards, se décomposant en \$EU 0,8 milliard d'achats bruts et \$EU 5,7 milliards de ventes brutes. D'importantes ventes ont été effectuées par la Banque de France, la Deutsche Bundesbank et la Banque du Japon, tandis que celles de la Sveriges Riksbank, de la Banca d'Italia, de la Federal Reserve Bank (contre deutsche marks et yens japonais) et de la Banque Nationale Suisse (contre deutsche marks) ont été modestes.

La Bank of England a réalisé des achats nets pour un montant modique.

b) Interventions en monnaies communautaires

En juillet, le montant brut des interventions en monnaies communautaires s'est élevé à l'équivalent de \$EU 0,9 milliard, contre l'équivalent de \$EU 1,6 milliard en juin; il s'agissait en l'occurrence presque exclusivement d'achats de deutsche marks à l'intérieur des marges. Le principal acheteur a été la Banca d'Italia, tandis que la Danmarks Nationalbank, la Central Bank of Ireland et la Banque de France ont acquis des montants plus restreints.

En août, le montant brut des interventions a atteint l'équivalent de \$EU 0,7 milliard (y compris les achats de deutsche marks par la Banque Nationale Suisse); la moitié des achats de deutsche marks par des banques centrales de la CEE a été le fait de la Banque de France;

le reste concerne la Banca d'Italia, la Bank of England et la Central Bank of Ireland, cette dernière étant la seule à effectuer des achats aux limites. En outre, quelques achats de francs belges contre livres irlandaises et francs français ont été réalisés aux cours limites d'intervention de ces monnaies.

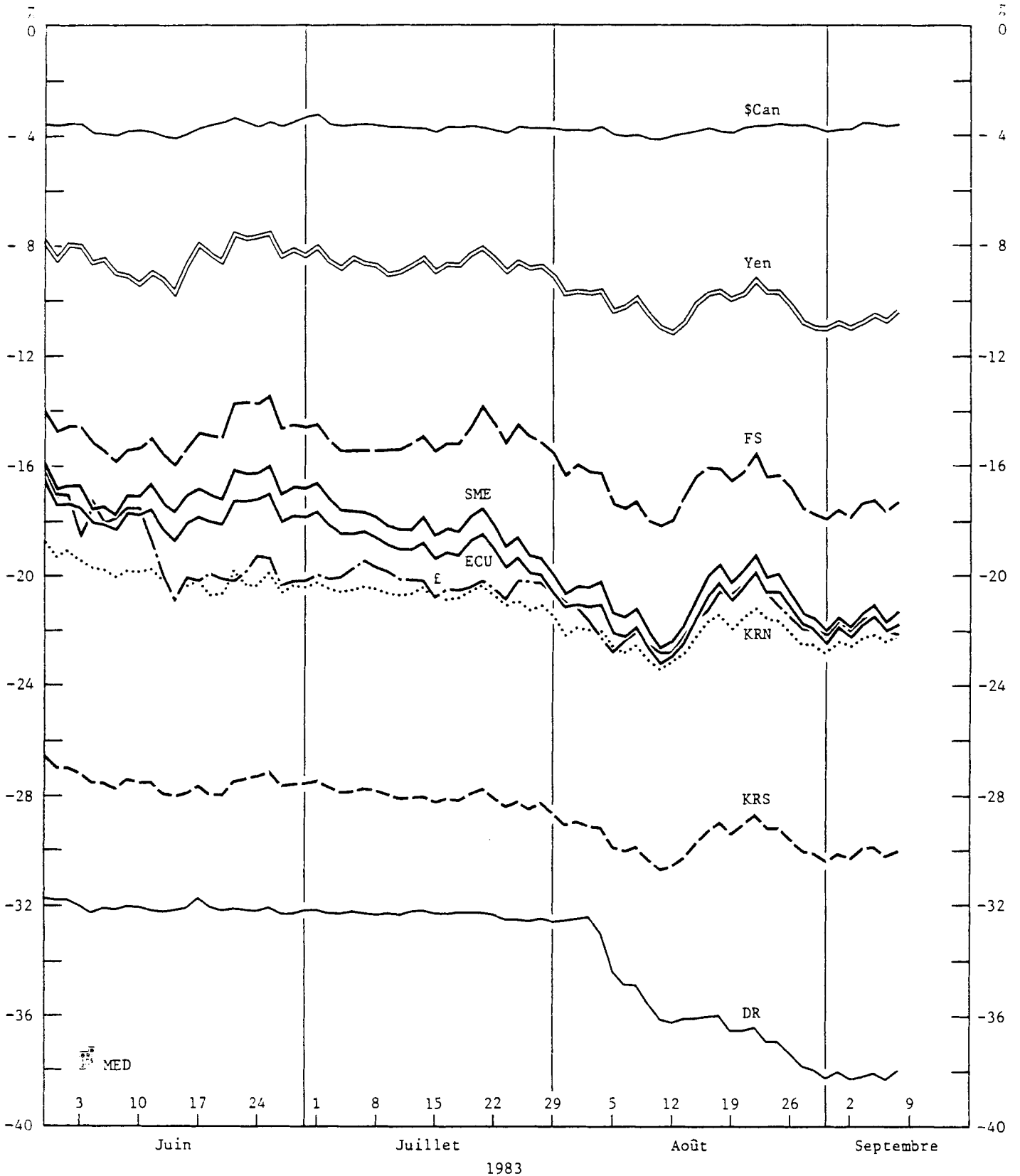
III. PREMIERS JOURS DE SEPTEMBRE

Durant la première semaine de septembre, le dollar EU est demeuré instable, les opinions sur le rythme de la croissance monétaire ayant varié.

Les positions relatives au sein du SME ne sont pas modifiées, la bande étroite se maintenant à sa largeur maximale ou à proximité de celle-ci, entre le franc belge au plancher et le franc français au plafond. Le 8 septembre, la Deutsche Bundesbank a relevé le taux lombard d'un demi-point, le portant à 5 1/2%; le même jour, la Nederlandsche Bank a augmenté d'un demi-point également son taux d'escompte, qui est passé à 5% et son taux d'avances porté à 5 1/2%, ces relèvements étant une adaptation aux taux plus élevés du marché monétaire. La Central Bank of Ireland a réduit le taux de ses facilités à court terme d'un demi-point, le ramenant à 13%.

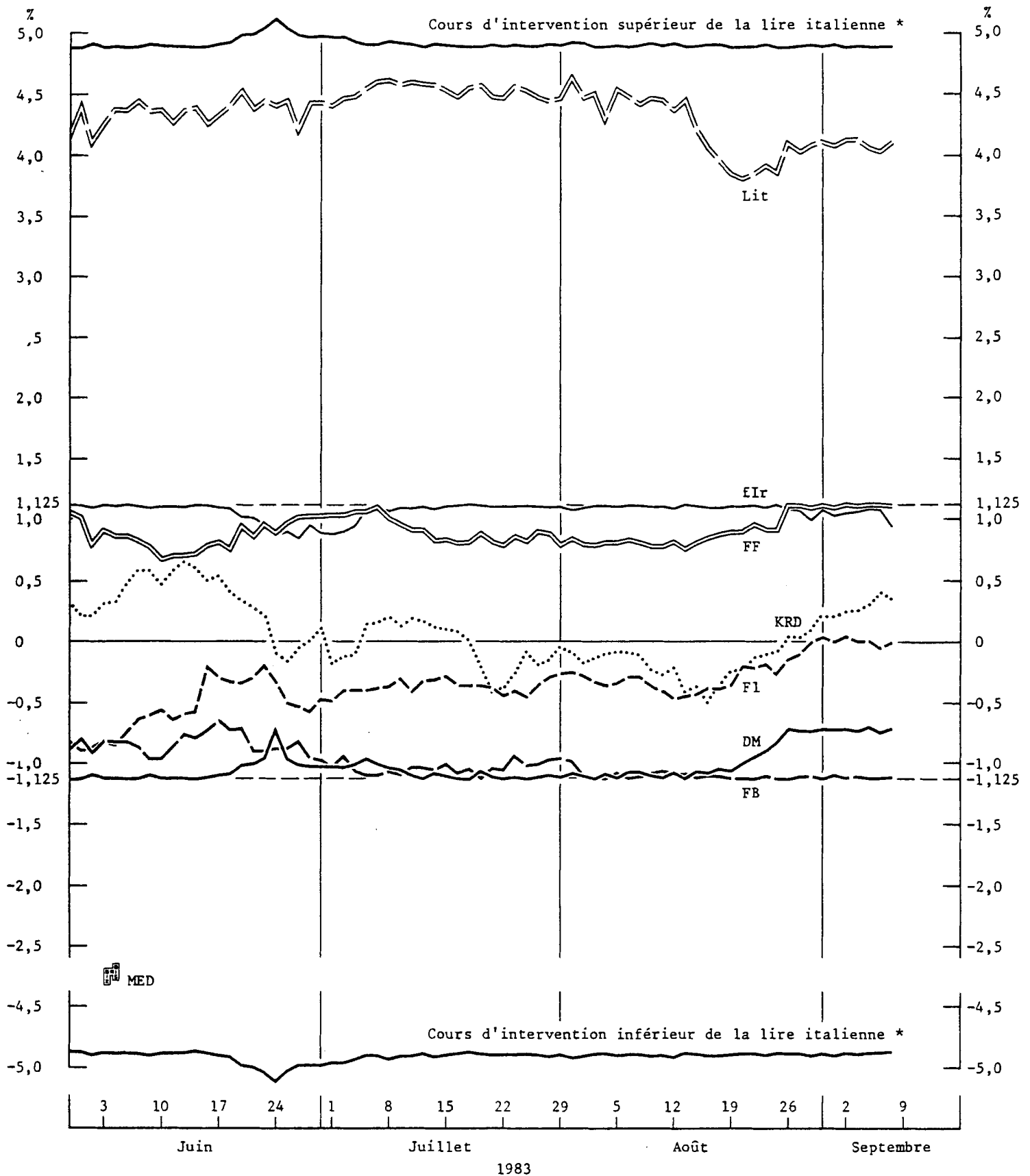
La Deutsche Bundesbank a continué à effectuer des ventes nettes de dollars pour un montant modeste. On a noté quelques interventions en monnaies du SME: il s'est agi principalement d'achats de francs belges contre francs français aux limites.

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 SEU *



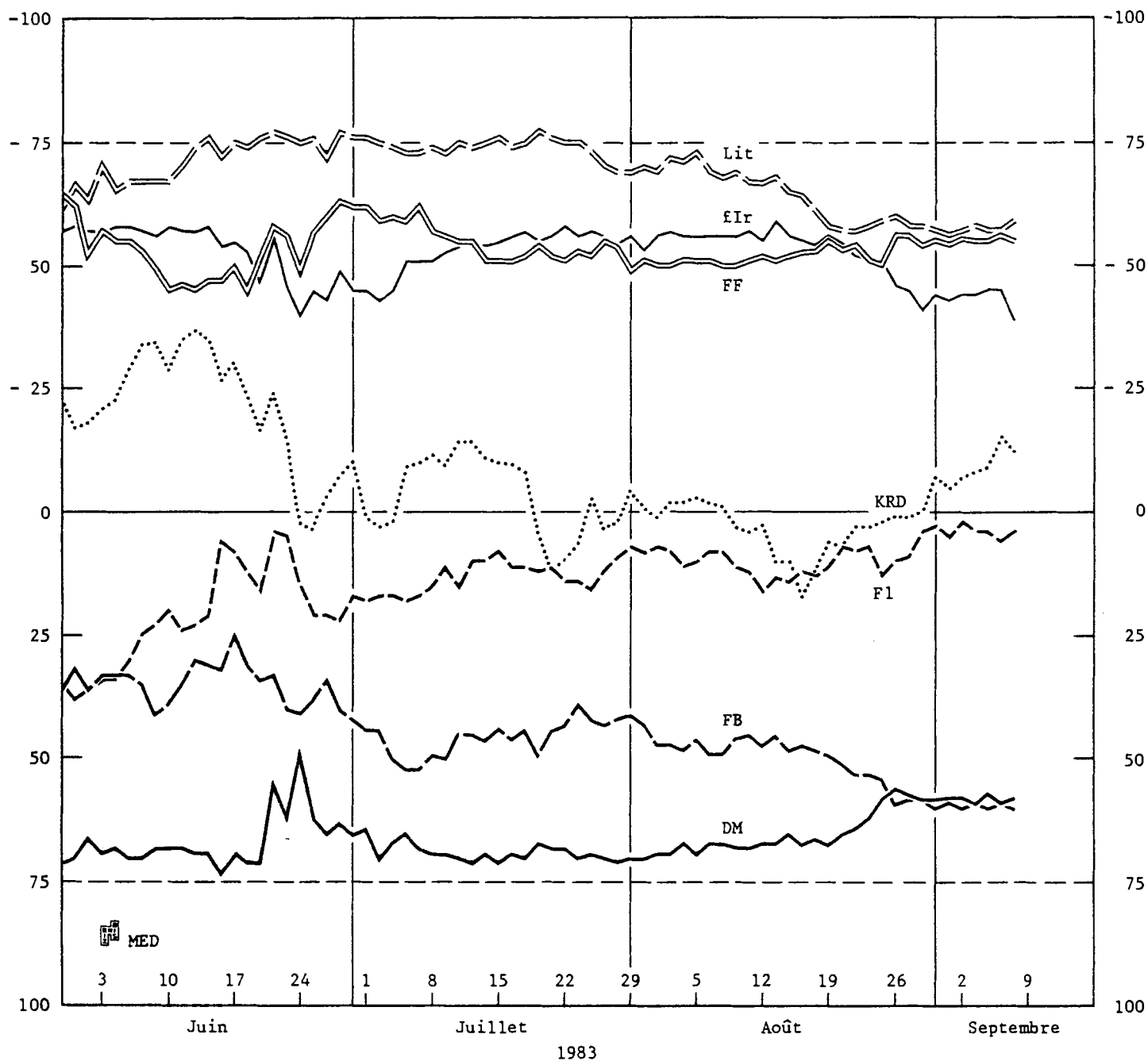
* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés 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



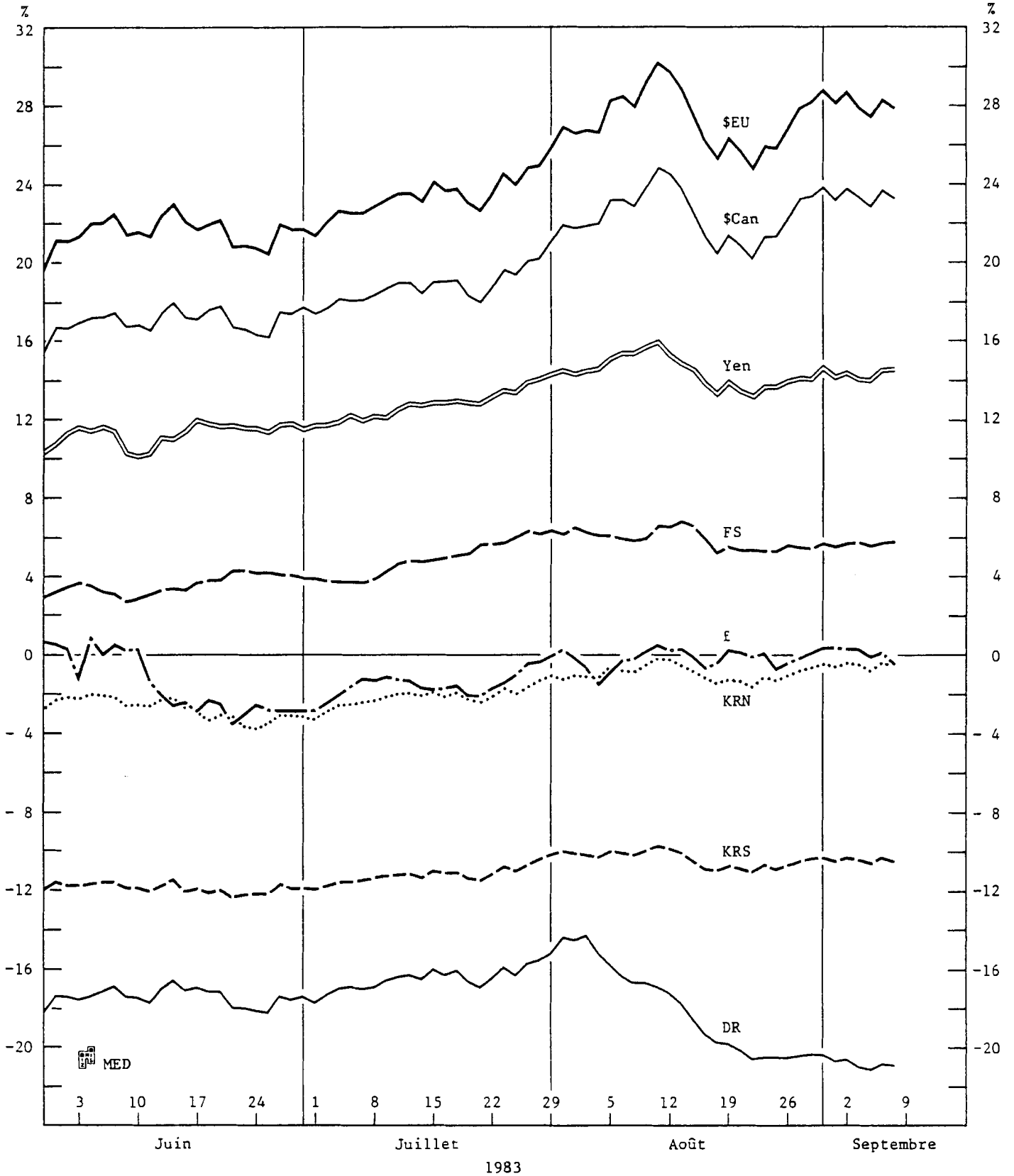
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

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.

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 *



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