

PROCES-VERBAL* DE LA 160e SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 NOVEMBRE 1981 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par MM. Mikkelsen et Dalgaard; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke, Kloft et von Rosen; le Sous-Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papageorgiou et Papanicolaou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; Le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó' Cofaigh, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász, de Boer et de Beaufort-Wijnholds; le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Padoa-Schioppa, Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assistent en outre MM. Heyvaert, Raymond et Kjaer, Présidents de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Ó' Cofaigh, le nouveau Gouverneur de la Central Bank of Ireland, et à M. Chalikias, qui vient d'être nommé Sous-Gouverneur de la Banque de Grèce.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du Comité du 8 décembre 1981, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 158e séance

Le procès-verbal de la 158e séance, tenue le 8 septembre 1981, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

Le Président signale qu'un bref compte rendu de la 159e séance qui a eu lieu à Londres le 30 octobre 1981, sera disponible ultérieurement.

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. Heyvaert du rapport concernant l'évolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de septembre et d'octobre et des premiers jours de novembre 1981;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques

M. Heyvaert résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal. Il fait remarquer, en outre, que conformément aux vœux exprimés par les Gouverneurs lors de leur séance du 8 septembre 1981 de poursuivre l'étude des possibilités techniques d'utiliser le réseau téléphonique spécial No 2 pour des conférences multilatérales entre eux, de nouveaux tests ont eu lieu au niveau des cambistes. Malgré les efforts entrepris par les banques centrales d'Italie et d'Irlande, les communications avec Rome et Dublin sont demeurées d'une qualité insatisfaisante. En conclusion, le réseau No 2 ne se prête pas, jusqu'à nouvel ordre, à des conférences multilatérales entre Gouverneurs.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et constate que le rapport destiné aux Ministres des finances des pays de la CEE est adopté par le Comité.

M. de la Genière attire l'attention du Comité sur le fait que le Ministre français de l'Economie et des Finances a annoncé un assouplissement des mesures de contrôle des changes qui, le 15 septembre 1981, avaient supprimé toute possibilité de couverture de change à terme pour les importations. L'assouplissement décidé le 9 novembre 1981 rétablira ces possibilités de couverture à terme pour un nombre limité de matières premières.

III. Examen du Rapport spécial établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond sur le financement des déficits du secteur public par les banques centrales de la CEE

A. Exposé de M. Raymond

M. Raymond indique, à titre liminaire, que le groupe d'experts a estimé utile de placer les relations entre la banque centrale et le Trésor dans le cadre du financement des déficits publics et de traiter les aspects tant politiques qu'institutionnels et techniques de cette question. Il résume ensuite le rapport en présentant les considérations ci-après.

1. L'accroissement tendanciel des déficits publics au cours des dernières années a été subi plutôt que voulu par les gouvernements. Cette affirmation doit cependant être nuancée: d'abord, à certaines époques, l'augmentation des déficits a été le résultat d'actions délibérées des autorités en vue de soutenir l'activité économique. En outre, même dans la mesure où l'accroissement des déficits est subi, la détérioration des finances publiques traduit, à un certain degré, la volonté manifestée par les gouvernements de donner satisfaction à l'opinion publique qui souhaite davantage de transferts sociaux et de facilités notamment en matière d'éducation et de santé. Toutefois, on constate que, dans la plupart des pays de la Communauté, les autorités ont lancé des tentatives pour inverser la tendance à la dégradation des déficits publics.

2. Au stade initial, toute dépense publique non couverte par l'impôt ou par des emprunts à long terme placés auprès de non banques, suscite une création monétaire; par la suite, un rééquilibrage automatique peut se produire par le tarissement du besoin de financement du secteur privé, mais ce rééquilibrage spontané n'est jamais immédiat, ni sûr, ni complet.

3. La troisième considération, qui est retenue dans la première conclusion du rapport, porte sur le fait que c'est surtout la dimension atteinte actuellement par les déficits et les dettes publics qui pose de sérieux problèmes aux autorités monétaires. Au-delà d'un certain seuil, qui ne peut être défini dans tous les pays membres d'une façon simple, il devient impossible d'inclure un besoin de financement démesuré du secteur public dans l'organisation de la politique monétaire. Ce problème se pose tant lors des calculs des objectifs quantitatifs qu'en cours d'exercice lors d'une déviation significative des déficits publics.

4. Ainsi qu'il a été souligné dans la deuxième conclusion du rapport, un financement monétaire excessif du Trésor ne se reflète pas nécessairement dans les agrégats utilisés actuellement comme objectifs de politique monétaire. Par exemple, ainsi qu'il a été exposé au chapitre III, 3e paragraphe du rapport, on voit en particulier se développer, dans nombre de pays de la Communauté, une sorte de circuit "déficit public-déficits des paiements courants" sans que soit compromis pour autant le respect d'un objectif de masse monétaire.

5. Le refus d'assouplir les politiques monétaires en vue des besoins de financement excessifs ou imprévus du secteur public est une décision d'autant plus délicate pour les banques centrales que l'augmentation des déficits est liée à une situation économique globale de faible croissance et de chômage élevé dans la Communauté. En effet, à court terme, cette situation de faible croissance ne peut qu'être aggravée par la "non-accomodation". Par conséquent, les banques centrales risquent d'être soumises à des pressions assez fortes, soit des gouvernements, soit de l'opinion publique.

6. La dernière considération touche à la question politique délicate des relations entre la banque centrale et le pouvoir politique. Sous l'angle technique, le répertoire des types d'interventions directes ou indirectes de la banque centrale au profit du Trésor est décrit dans le chapitre III et dans l'Annexe détaillée par pays. Sous l'angle politique, le degré d'autonomie de la banque centrale dans la définition de sa politique monétaire est mentionné. Aucune difficulté ne surgit lorsque le pouvoir politique insère ses objectifs dans une conception orthodoxe de la régulation monétaire à laquelle la banque centrale peut alors coopérer sans renoncer à sa mission fondamentale. Lorsque ce n'est pas le cas, la latitude de la banque centrale à refuser un assouplissement de la politique monétaire varie selon les pays. Cette situation conduit à souligner la nécessité dans tous les pays d'une bonne coordination entre la politique budgétaire et la politique monétaire.

B. Discussion du Comité

Le Président fait remarquer que le rapport du groupe est du plus haut intérêt. Le sujet traité est devenu une des préoccupations majeures lorsque les dépenses accrues du secteur public n'ont plus été associées à une croissance auto-alimentée. Depuis 10 ans, les déficits n'ont cessé de croître bien que, comme il ressort des statistiques annexées au rapport, les déficits les plus importants - en termes de pourcentage du PNB - aient été atteints en 1975 dans les quatre plus grands pays de la Communauté.

Il semble y avoir trois sujets qui méritent des réflexions particulières, à savoir:

- La question des relations institutionnelles entre le Trésor et la banque centrale: les meilleurs résultats ont-ils été obtenus dans les pays où la banque centrale a une responsabilité majeure pour la gestion de la dette publique, ou dans les pays où les deux autorités gardent une certaine distance entre elles?
- Les possibilités de déterminer un niveau d'équilibre à moyen terme des déficits budgétaires, à savoir le déficit qui peut être financé durablement par l'épargne.

- Le fait que les difficultés éprouvées par les Etats-Unis pour financer leur déficit budgétaire soient plutôt dues au faible taux d'épargne de ce pays qu'à un déficit excessif; en effet, mesuré en pourcentage du PNB, le déficit américain n'est pas très élevé, alors que la presse fait mention, en général, d'un déficit extrêmement important.

M. Lamfalussy se demande si le groupe a discuté la question de savoir dans quelle mesure la juxtaposition entre une politique budgétaire expansionniste et une politique monétaire relativement conservatrice se traduit par un relèvement du niveau des taux d'intérêt réels. Il pense qu'une étude de cette question par le groupe serait fort intéressante.

M. Raymond indique que, selon l'avis du groupe, le refus d'adapter la politique monétaire aux besoins d'un large déficit public se traduit par une hausse des taux d'intérêt nominaux et, partant, des taux d'intérêt réels. En effet, un recours plus important du Trésor au marché financier fait monter les taux sur ce marché. Cette hausse amène les entreprises privées à couvrir leurs besoins de financement sur le marché de crédit bancaire et, si la banque centrale refuse d'accomoder cette demande de crédit bancaire supplémentaire du secteur privé, il ne peut qu'en résulter une hausse des taux débiteurs bancaires. D'autre part, le relèvement du niveau des taux d'intérêt renforce le taux de change d'une monnaie et est donc susceptible de réduire les prix à l'importation. Au total, tous ces éléments sont de nature à peser à la fois sur l'inflation interne et sur l'activité économique, selon un schéma très classique.

M. de la Genière félicite les experts de leurs travaux, en particulier de la richesse des statistiques sur les différents pays et des commentaires que M. Raymond vient de résumer.

En ce qui concerne la France, le rapport suscite une interrogation de nature paradoxale. En effet, la France n'est pas un des pays où la stabilité monétaire était la meilleure durant les dernières années, alors que, pendant la même période sous revue, le déficit budgétaire tant du gouvernement fédéral que du gouvernement central a été assez faible, aussi bien en valeur absolue que par rapport au produit national brut. Même la dégradation prévue

pour 1981 et 1982 ne devrait pas porter ce déficit à un niveau comparable à celui enregistré par la plupart des autres pays européens. De surcroît, l'essentiel de ce déficit relativement limité a été couvert par l'épargne à long terme, le recours du Trésor à la banque centrale et aux banques étant assez modéré. Néanmoins, les finances publiques ne peuvent pas être exonérées de leur responsabilité des résultats insatisfaisants en matière d'inflation. En effet, l'examen de l'impact des finances publiques sur l'équilibre économique ne devait pas prendre en considération uniquement l'importance du déficit, mais aussi le rythme de progression des dépenses publiques, ce dernier constituant en réalité le problème-clé de l'impact des finances publiques sur l'équilibre économique. Or, en France, durant les dix dernières années, les dépenses publiques ont progressé quasi constamment à un rythme supérieur à celui du produit intérieur brut en valeur. Une croissance excessive du déficit budgétaire n'a pu être évitée que par un alourdissement parallèle de la pression fiscale qui est passée de 35% du PNB au début des années 1970 à 45% à l'heure actuelle. Cet alourdissement de la pression fiscale et le fait que la plus grande partie des dépenses publiques a le caractère de dépenses de consommation ou d'investissements à faible productivité, ont eu des conséquences nocives sur le rythme de l'inflation.

Il serait donc utile que le "Groupe Raymond" examine, dans un deuxième stade de réflexion, les effets de la croissance des dépenses publiques sur l'équilibre économique.

M. de la Genière propose en outre que le groupe établisse des statistiques qui feraient ressortir l'ordre de grandeur des déficits budgétaires et de ses principaux modes de financement (épargne stable et création monétaire) par rapport aux agrégats monétaires et à la capacité du marché financier. Par exemple, en France, le déficit budgétaire qui atteindra en 1982 une centaine de milliards de francs français, peut se comparer à environ 6,5% de la masse monétaire, soit à peu près la moitié de la création monétaire enregistrée durant chacune des dernières années, ou à presque le volume total annuel des émissions effectuées sur le marché financier primaire. Il sera donc impossible de financer un déficit de cette ampleur sans entraîner, soit une éviction des autres émetteurs du marché financier, soit un recours excessif à la création monétaire.

M. Ciampi marque également son appréciation à l'égard du travail du groupe. En Italie, l'ampleur du déficit du secteur public est particulièrement impressionnante. Le déficit représente, en 1981, 60% de l'expansion du crédit interne total, contre 40% au début des années 1970. Dans ces conditions et en dépit tant de l'évolution des relations institutionnelles entre le Trésor et la banque centrale que des amendements apportés à la technique de la politique monétaire, la marge de manoeuvre de la banque centrale reste très limitée. Le déficit budgétaire lui-même doit être réduit et il est à espérer que les mesures proposées par le gouvernement au Parlement, pour le budget de l'année 1982, pourront être réalisées.

En ce qui concerne le rapport entre les déficits du secteur public et la fixation d'objectifs monétaires, M. Ciampi souligne qu'en Italie les autorités tiennent compte, lors de la fixation de l'objectif expansion du crédit interne total (ECIT), d'un programme éventuel d'emprunts officiels à l'extérieur et de l'impact sur la liquidité interne de ces emprunts.

La conclusion principale à tirer du rapport spécial porte sur le fait que, de plus en plus, l'autonomie de la banque centrale dans la gestion monétaire est mise en péril par la demande de crédit excessive du secteur public qui, dans le passé, a semblé peu réagir au coût du crédit. En Italie, les adaptations techniques convenues cette année ont mis à jour le degré d'incohérence entre l'ampleur du déficit budgétaire et la capacité d'épargne interne. Depuis juillet 1981, la Banca d'Italia n'est plus obligée d'acheter tous les bons du Trésor qui n'ont pu être placés sur le marché; le résultat immédiat a été une augmentation des taux d'intérêt qui, à son tour, pose des problèmes au Trésor.

M. Ciampi conclut en marquant son inquiétude à l'égard d'un déficit budgétaire élevé et persistant qui représente une menace sérieuse pour l'efficacité de la politique monétaire et pour l'équilibre économique.

M. Ortoli souligne également la qualité du rapport spécial présenté par le groupe d'experts. Il partage le point de vue

exprimé par M. de la Genière sur l'utilité de compléter l'analyse afin de disposer de la totalité des éléments d'appréciation. Les chiffres présentés sont déjà inquiétants, notamment ceux concernant la charge des paiements d'intérêt qui atteint, dans quelques pays, un ordre de grandeur de 6 à 9% du PNB.

Depuis quelques années, le budget semble échapper, dans plusieurs pays communautaires, à tout contrôle, voire à toute prévision, des pouvoirs publics. Cette situation est due à trois facteurs: l'impact sur les budgets de la faiblesse du rythme d'activité économique et du niveau élevé des taux d'intérêt, des déficiences dans les procédures budgétaires, et l'incapacité de réviser les mécanismes entraînant l'accroissement des dépenses de transfert et de consommation. Dans ces conditions, un degré suffisant d'autonomie de la banque centrale vis-à-vis du Trésor semble être un élément quasi indispensable auquel il faut veiller attentivement et qu'il serait indiqué de reprendre également au sein du SME, lors du passage à la phase institutionnelle.

M. de Strycker fait remarquer que le rapport expose, de manière claire, les différentes méthodes de financement monétaire et notamment l'importance qu'a pris, dans certains pays, le financement extérieur. Dans ce dernier domaine, la possibilité pour la banque centrale de s'opposer à un financement monétaire se trouve particulièrement affaiblie, les pouvoirs publics n'ayant pas à obtenir l'accord de l'institut d'émission pour recourir aux emprunts à l'extérieur.

En outre, M. de Strycker se demande si et dans quelle mesure les organes de la Communauté, en particulier la Commission, pourraient apporter un concours aux banques centrales, permettant à celles-ci de mieux résister aux diverses pressions politiques et, partant, de mieux assurer la stabilité monétaire.

M. Ortoli indique que la Commission ne peut que s'adresser lors d'entretiens personnels, aux gouvernements pour exprimer son sentiment sur l'évolution des finances publiques. En cas de difficultés particulières, elle a émis, à plusieurs reprises, des recommandations. Toutefois, les instruments à la disposition de la Commission doivent être utilisés avec précaution, à la fois pour des raisons politiques et notamment du fait que ces instruments s'usent très vite.

M. Ortoli se prononce en faveur de discussions en commun des objectifs en matière budgétaire et monétaire. En ce qui concerne

les questions de budget, il rappelle qu'il a mené une série d'entretiens avec le Président du Conseil ECOFIN et les Ministres des Finances. Dans le domaine monétaire, il n'est pas question, dans les circonstances présentes, de dicter des objectifs, mais plutôt d'avoir des échanges de vues francs et nets sur la situation actuelle et les risques qu'elle comporte. A cet égard, il est à souligner que, sur le plan de l'orientation réelle des politiques économiques, les pays de la CEE tendent plutôt à s'éloigner l'un de l'autre qu'à se rapprocher. Dans certains pays, les autorités semblent avoir perdu tout contrôle de la situation en matière budgétaire et, dans ces cas, la Commission n'hésitera pas à exercer sa responsabilité, dans la mesure des possibilités qui lui sont offertes.

A la lumière de l'expérience faite en Grèce, M. Chalikias formule quelques remarques au sujet des conclusions présentées par le groupe d'experts in fine du rapport.

En Grèce, comme dans d'autres pays occidentaux, le déficit budgétaire s'est inscrit en hausse pendant les dernières années, non seulement en termes absolus, mais aussi en pourcentage du PIB. En 1981, le besoin de financement net devrait augmenter de 70% et dépasser une proportion de 12% du PIB. Certes, le groupe précise que l'apparition des déficits d'un tel ordre de grandeur a accru les responsabilités des banques centrales mais la question reste de savoir comment la politique monétaire peut rester efficace dans ces circonstances, d'autant plus que les déficits sont financés directement ou indirectement par des ressources monétaires.

Le groupe a étudié les causes de l'accroissement des déficits et la nature des dépenses publiques. Ces distinctions sont utiles et intéressantes également dans le cas de la Grèce. Une certaine fraction du déficit budgétaire est due à des facteurs cycliques, les recettes fiscales s'étant développées à un rythme beaucoup plus faible que celui du PIB nominal. Une bonne partie de la dépense publique est dirigée vers l'infrastructure, l'énergie, etc. Il serait erroné de conclure à la simple lecture du rapport que les dépenses publiques contribuant au gain de productivité soient sans intérêt. Il aurait été souhaitable que le rapport approfondisse la question des méthodes de financement des déficits budgétaires et des conséquences de ces méthodes pour la conduite de la politique monétaire. En effet, il semble que des imperfections dans les méthodes de financement aient des effets beaucoup plus néfastes que le niveau élevé du déficit lui-même.

M. Chalikias partage l'avis exprimé par les experts, selon lequel la réalisation des objectifs intermédiaires donnés de politique monétaire n'implique pas nécessairement que les conditions monétaires soient compatibles avec les objectifs économiques finals. Ce sujet mérite d'être approfondi. Il faudrait notamment démontrer comment ces objectifs masquent des méthodes de financement inopportunes, et étudier l'opportunité de choisir tel ou tel objectif intermédiaire selon les circonstances. Une étude des instruments de la politique monétaire pourrait aussi être utile, bien qu'elle dépasserait quelque peu le cadre du rapport et du groupe d'experts. En Grèce, la structure des taux d'intérêt, plutôt que le niveau de ces derniers, est une source de distorsion économique, de sorte que la politique monétaire risque d'être ébranlée.

En résumé, M. Chalikias félicite M. Raymond et son groupe de leur rapport dont les conclusions devraient être lues attentivement.

M. O'Coifagh remercie le Président pour ses aimables paroles d'accueil et marque sa satisfaction de pouvoir participer aux discussions du Comité, d'autant plus que, lors de cette première présence à Bâle, il s'agit d'une question qui lui est familière de par sa carrière antérieure.

Le rapport, très éclairant et stimulant, constate que la détérioration inexorable des finances publiques est due essentiellement à des facteurs structurels. Dans ces conditions, le refus d'adapter les politiques monétaires aux déficits budgétaires ne représente pas une option viable, car la poursuite d'une politique doctrinaire porterait atteinte à la crédibilité des autorités.

Cette constatation s'applique notamment à l'Irlande où la progression démographique s'est traduite par une expansion rapide des dépenses en matière d'enseignement, de santé et de services sociaux. En revanche, la Central Bank of Ireland n'adapte pas, de manière directe, sa politique aux besoins de financement du Trésor; elle ne prête son concours qu'à court terme, mais ne finance pas des déficits à long terme.

Dans la mesure où un déficit est de nature structurelle et ne peut donc pas être éliminé à court terme, il convient de mettre

en oeuvre des formules intermédiaires. Il est vrai que l'adaptation de la politique aux besoins de financement publics ne peut éviter une hausse des taux d'intérêt que temporairement, alors que, à plus long terme, les effets sur le rythme d'inflation et le taux de change ne manqueront pas d'apparaître. En revanche, un financement non monétaire ne peut que se traduire par une hausse encore plus forte des taux d'intérêt qui ont déjà atteint un niveau pénalisateur. Des taux d'intérêt plus élevés auraient pour effet d'affaiblir encore davantage l'activité économique et d'alourdir la charge d'intérêt sur la dette publique, ces deux éléments étant de nature à aggraver à nouveau les déficits budgétaires.

Dans ces conditions, le message le plus important du rapport tient dans la constatation que le choix entre l'adaptation ou la non-adaptation de la politique monétaire devrait procéder d'une analyse claire des origines et/ou des objectifs du déficit du secteur public. En effet, ce choix n'est pas une simple opération arithmétique ou ne relève pas uniquement de la charte des institutions d'émission.

Le Président fait remarquer que tous les Gouverneurs sont conscients de la nature essentiellement structurelle des déficits budgétaires et de l'impossibilité d'arriver, à court terme, à éliminer les déficits budgétaires. Les banques centrales qui se sentent appelées à exercer un effet de freinage pensent cependant que la crédibilité des autorités est entravée plutôt par l'absence de perspective d'une amélioration des finances publiques à moyen terme.

M. Gleske se joint aux compliments qui ont été formulés aux auteurs du rapport. Ce dernier stimule la réflexion et présente des conclusions que la Deutsche Bundesbank partage dans une large mesure. Il est également à noter que le rapport a traité, de manière exhaustive, le mandat qui portait sur une étude du "financement des déficits du secteur public par les banques centrales de la CEE". La demande formulée par M. de la Genière semble aller au-delà de ce mandat d'origine et porter sur une étude des effets, sur la politique monétaire, d'un accroissement rapide des dépenses publiques, notamment celles de consommation. Dans la plupart des pays, cet accroissement s'est

traduit par un élargissement des déficits budgétaires, à l'exception de la France, où la part du déficit mesurée au PNB est restée modeste. Néanmoins, même une telle situation risque de changer sensiblement l'environnement de la politique monétaire au détriment de son efficacité.

En effet, d'autres agrégats des comptes nationaux subissent, par définition, l'augmentation de la part des pouvoirs publics dans le revenu national, par exemple, les investissements avec les conséquences inévitables pour la productivité de l'économie, la balance des paiements courants et, partant, l'évolution des taux de change ou la constitution de l'épargne privée. Par conséquent, une expansion rapide des dépenses publiques essentiellement destinée à la consommation peut avoir des répercussions sur l'équilibre économique même si le déficit budgétaire reste modéré. Il est donc tout à fait justifié de dire que les déficits budgétaires doivent être appréciés selon la propension à l'épargne. Aux Etats-Unis, les déficits sont plus modérés qu'en Europe, mais le taux d'épargne est plus faible, de telle sorte que le financement des déficits budgétaires pose de graves problèmes de politique monétaire. En Europe, les déficits du secteur public sont plus élevés, mais en général plus faibles par rapport à l'épargne privée.

En ce qui concerne l'évolution en Allemagne, il est à noter qu'en 1982 la banque centrale contribuera, sous une forme nouvelle, au financement des déficits du secteur public. En effet, le bénéfice net important réalisé par la Bundesbank en 1981 par suite de facteurs particuliers (facteurs qui par ailleurs ne sont pas susceptibles de se reproduire dans les années futures), sera utilisé pour couvrir une partie du déficit budgétaire. Cet appel aux comptes d'exploitation de la banque centrale allemande, qui a fait l'objet de vives discussions durant les derniers mois, ne devrait pas, il est vrai, mettre en péril le contrôle des agrégats monétaires et de la liquidité bancaire: il a affaibli cependant l'incitation à restaurer la discipline budgétaire de sorte que les problèmes ne manqueront pas de se poser de manière plus aiguë durant les prochaines années.

M. de la Genière précise que le prolongement proposé au rapport spécial devrait traiter de l'évolution des dépenses publiques et de la pression fiscale. En outre, il devrait également aborder les relations entre, d'une part, les déficits budgétaires et ses modes de financement et, d'autre part, la création monétaire et le marché financier. Ces éléments statistiques, accompagnés de commentaires faits par les experts, permettraient de mieux replacer les finances publiques dans l'environnement monétaire et financier

M. Ciampi appuie la proposition de M. de la Genière; il souhaiterait également voir des informations relatives à la ventilation par échéance des instruments d'endettement publics qui sont placés auprès des banques.

M. Raymond indique que les prolongements demandés par MM. de la Genière et Ciampi pourraient faire l'objet d'un troisième rapport spécial. Il rappelle cependant que les experts de son groupe ne sont pas des spécialistes des questions budgétaires.

Le Président fait remarquer que l'étude devrait porter sur les conséquences monétaires de l'évolution des finances publiques et il constate l'accord du Comité pour que le groupe d'experts entreprenne une telle étude.

En ce qui concerne la transmission du présent rapport spécial au Comité monétaire, le Président pense que ce rapport présente un intérêt pour les membres du Comité monétaire. Il propose donc de le transmettre selon la procédure habituelle qui donne à toutes les banques centrales la possibilité de proposer, par écrit, l'apurement du texte à transmettre.

M. Zijlstra marque son accord sous réserve de certaines modifications à apporter aux statistiques jointes au rapport. En effet, quelques-unes de ces statistiques méritent des éclaircissements et des corrections.

Le Président affirme que la procédure écrite habituelle portera tant sur le texte que sur les statistiques. Etant donné que le Comité monétaire discutera la question du financement monétaire des déficits du secteur public en décembre, la procédure écrite pourra se dérouler dans les meilleures conditions.

IV. Examen du rapport établi par le groupe d'experts présidé par M. Kjaer sur les problèmes techniques découlant de la coexistence d'objectifs monétaires et d'objectifs de taux de change au sein du SME et ligne de conduite pour les travaux futurs du groupe

A. Exposé de M. Kjaer

M. Kjaer rappelle que le présent rapport a été rédigé conformément à la demande formulée dans le deuxième paragraphe du nouveau mandat confié au groupe de travail en février 1981.

Le problème décrit dans ce mandat constitue évidemment un exemple concret du dilemme auquel ne cessent d'être confrontés les responsables de la politique économique lorsque le nombre des instruments dont ils disposent est inférieur à celui des objectifs.

La gravité de ce dilemme dépend d'abord du degré d'engagement à l'égard des deux objectifs et, ensuite, du fait de savoir si des techniques peuvent être utilisées pour atténuer les effets défavorables exercés sur un objectif lorsque le seul instrument disponible doit être appliqué essentiellement à l'autre objectif.

En ce qui concerne l'engagement à l'égard des objectifs, le groupe a noté que, d'une part, l'appartenance au mécanisme de change du SME implique l'adhésion à un système de taux de change fixes assorti de marges de fluctuations limitées. Il est admis, d'autre part, que des réalignements sont opérés en cas de besoin lorsque de telles mesures s'imposent eu égard à l'évolution relative de la situation fondamentale de l'économie des pays participants.

Malgré la possibilité d'ajuster les cours-pivots, il reste un certain nombre de situations dans lesquelles la solution du réalignement est exclue, soit parce que le conflit est de nature temporaire, soit parce que les conditions permettant d'opérer un réalignement efficace ne sont pas réunies pour des raisons politiques ou autres. Il convient donc, dans de tels cas, de trouver des mesures propres à atténuer le conflit.

L'examen des événements observés pendant les deux ans et demi depuis l'instauration du SME a abouti à la conclusion que, pendant cette période, il n'y avait guère de conflits importants entre les deux types d'objectifs. Les objectifs monétaires ont été atteints avec une assez grande précision et le mécanisme de change du SME a été maintenu en exerçant un effet stabilisateur sur les taux de change, malgré les quatre réalignements effectués dont, il est vrai, deux seulement ont eu un caractère général.

L'absence relative de flux de capitaux spéculatifs au sein du SME peut s'expliquer en partie par certains facteurs exceptionnels tels que le taux de change compétitif auquel les pays à inflation élevée sont entrés dans le système et l'impact du choc pétrolier qui a affecté également les pays à monnaie traditionnellement forte comme le deutsche mark, ce qui a atténué les anticipations de réalignement. Les autorités monétaires ont cependant fait preuve d'une grande souplesse dans leur recours à des techniques visant à éviter ou à minimiser les conséquences des conflits entre leurs objectifs de taux de change et leurs objectifs monétaires. Bien que ces techniques aient utilement servi dans des circonstances particulières et aient aidé le SME à résister à des chocs sévères, le groupe de travail souligne que la marge de manoeuvre qu'elles procurent est limitée à la fois en ampleur et dans le temps.

Le groupe n'a cependant pas été en mesure d'indiquer d'autres méthodes pour remplacer celles qui ont déjà été mises en oeuvre et testées par des pays membres depuis deux ans et demi. Il note en outre qu'il ne paraît pas possible d'établir à l'avance des règles permettant de résoudre ou d'atténuer les conflits futurs, compte tenu des différences qu'ils présentent dans leur nature initiale et leur intensité.

En ce qui concerne l'avenir, le groupe a donc dû se limiter à formuler la recommandation presque traditionnelle de coordination active entre les autorités monétaires des pays du SME, avec cette réserve, tout aussi traditionnelle, que même la coordination des objectifs monétaires ne sera pas en soi une garantie de convergence vers la stabilité au sein du système. Une telle convergence requiert un effort résolu dans tous les domaines de la politique économique.

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Kjaer pour le rapport très intéressant du groupe d'experts, et ouvre la discussion.

M. Sarcinelli transmet les excuses de M. Ciampi qui a dû partir, et fait remarquer que le rapport, fort intéressant, permet d'élargir la discussion, au sein du Comité des Gouverneurs, sur les politiques de taux de change après le deuxième réalignement général dans le SME. Tout en tenant compte de la force des facteurs endogènes, il est admis que la plupart des influences déstabilisant le SME ont été d'origine externe. La fermeté du dollar a masqué certaines tensions latentes à l'intérieur du SME, mais, en même temps, l'impact, variable selon les pays, de l'appréciation du dollar sur les prix internes a contribué à creuser les divergences, entre les pays participants, dans les résultats économiques finals. Dans ces conditions, les grandes monnaies européennes ont fait l'objet de pressions à l'ajustement dès que les taux d'intérêt américains se sont inscrits en baisse.

M. Sarcinelli partage également l'avis exprimé par les experts selon lequel il est impossible de développer des règles préétablies pour résoudre ou atténuer des conflits à l'intérieur ou à l'extérieur des frontières nationales. Pour cette raison, il faut une coopération étroite entre les banques centrales ainsi qu'entre les gouvernements, du moins plus étroite qu'elle ne l'a été lors du dernier réalignement des cours-pivots dans le SME. Un renforcement de la coopération au sein du SME sera d'autant plus nécessaire qu'il est peu probable que l'expérience favorable du passé se prolonge dans le futur. En outre, les techniques analysées dans ce rapport ne garantissent pas, par elles-mêmes, la convergence et la stabilité du SME. Il faudrait donc arriver à une meilleure coordination des politiques monétaires, budgétaires et des revenus, en vue de lutter contre l'inflation, sans pour autant accepter des pertes excessives en matière de production et d'équilibre général de l'économie.

M. Ortoli demande si les Suppléants ont établi un programme de travail et un calendrier pour les travaux futurs du groupe et à quel moment le groupe présentera les deux autres études prévues dans le mandat du 11 février 1981, à savoir l'analyse quantitative de certaines expériences de politique de stabilisation et l'élaboration et l'analyse des indicateurs de la politique monétaire au sein du SME.

M. Loehnis indique que les Suppléants ont brièvement discuté cette question, mais ils n'ont pas de recommandations concrètes à formuler.

M. Kjaer rappelle que le Comité des Gouverneurs était convenu en février dernier d'inviter le groupe à se pencher d'abord sur le deuxième tiret du mandat et de décider, après réception de ce rapport, de la suite des études du groupe. Un tour de table, au sein du groupe, n'a fait ressortir aucun enthousiasme ni pour l'un ni pour l'autre tiret. L'analyse mentionnée dans le premier tiret a été considérée comme trop vaste, tandis que certains experts ont marqué leur perplexité sur le texte du troisième tiret. Il a été relevé, d'une part, que des statistiques de ce genre sont déjà collectées régulièrement, d'autre part, qu'il ne semble pas possible d'élaborer des indicateurs de nature à marquer quasi automatiquement la nécessité d'actions de politique monétaire au sein du SME. Du fait que les éléments contenus dans le troisième tiret émanaient largement de la Commission, les Services celle-ci ont été invités à développer leurs intentions à ce propos.

M. Pöhl souligne l'utilité du rapport présenté par le groupe, mais il ne serait pas opportun de poursuivre immédiatement les travaux. D'une part, le mandat semble être épuisé, d'autre part, les réunions du groupe imposent une charge de travail trop importante aux représentants nationaux qui siègent dans ce groupe. Entre-temps, la Commission pourrait préciser ses idées à propos des tirets restants pour que les Gouverneurs puissent, ultérieurement, prendre une décision sur la poursuite éventuelle des travaux de ce groupe.

M. Hoffmeyer estime que l'étude accomplie par le groupe est très utile et intéressante, mais, comme M. Pöhl, il est contre l'idée d'inviter le groupe à étudier les questions évoquées dans les premier et troisième tirets. Ces sujets sont soit trop vaste ou de nature à entraîner un double travail, soit trop imprécis. Les travaux du groupe devraient être centrés plutôt autour des instruments de la politique monétaire, et il serait utile de reprendre la question des travaux futurs lorsqu'un besoin se manifesterait.

M. Sarcinelli rappelle que le groupe présidé par M. Kjaer dépend tant du Comité des Gouverneurs que du Comité monétaire. La question se pose de savoir si ce dernier Comité sera également disposé à ralentir le rythme de travail du groupe d'experts.

Le Président répond en disant que les Gouverneurs sont conscients du problème soulevé par M. Sarcinelli. Les Gouverneurs souhaitent que le groupe n'étende pas ses travaux à des domaines qui ne sont plus couverts par sa mission initiale. Le groupe devrait se borner à l'étude de sujets bien délimités et concrets; par exemple, il pourrait analyser les indicateurs de la politique monétaire utilisés dans les différents pays de la CEE.

Le Président constate que le Comité est d'accord pour ne pas prendre une décision immédiate sur les prochains travaux à confier au "Groupe Kjaer". Par ailleurs, le Comité monétaire envisage un débat de son côté et, si de nouveaux éléments ressortaient de ce débat, le Comité des Gouverneurs pourrait reprendre la question en décembre ou ultérieurement.

V. Suite à donner éventuellement à la Conférence informelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs des banques centrales de la CEE

Le Président estime que cette conférence n'a pas abouti à un mandat précis pour le Comité et il constate que les autres Gouverneurs n'ont pas de remarques à formuler sur ce point de l'ordre du jour.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Echange de vues sur la fixation des quotes-parts futures de l'Espagne et du Portugal dans le système de soutien monétaire à court terme

M. Loehnis résume brièvement les résultats du débat que les Suppléants ont eu sur ce sujet le 9 novembre. Les quotes-parts, en pourcentage, proposées dans le document de la Commission daté du 2 septembre 1981 n'appelle aucune remarque de la part des Suppléants et pourraient être retenues par les Gouverneurs pour le soutien monétaire à court terme. Quant à l'opportunité de limiter l'utilisation maximale des quotes-parts à attribuer à l'Espagne et au Portugal, aussi longtemps que ces deux pays ne participent pas au mécanisme de change du SME, les Suppléants rappellent la procédure suivie lors de l'adhésion de la Banque de Grèce au système de soutien monétaire à court terme. Lors de la signature de l'Acte relatif à l'adhésion de la banque centrale grecque, le 9 décembre 1980, les Gouverneurs avaient précisé que:

- "l'octroi des rallonges débitrices n'est pas quasi automatique comme pour les quotes-parts débitrices et requière une décision unanime des Gouverneurs des banques centrales de la CEE réunis au sein du Comité des Gouverneurs",
- "au moment de l'établissement des modalités de fonctionnement du SME, un accord a été conclu qui prévoit notamment que les rallonges débitrices, et les rallonges créditrices, applicables aux banques centrales de la CEE ne participant pas au mécanisme de change du SME, devraient rester limitées à 3.600 millions d'Ecus"*.

Les Suppléants proposent de procéder de manière analogue dans le cas des deux nouveaux pays adhérents. Aussi longtemps que ces pays ne participeront pas au mécanisme de change du SME, il ne pourraient donc obtenir normalement que la contre-valeur de 1.800 millions d'Ecus au titre de la rallonge débitrice. En effet, conformément à l'article II, 4 de l'Accord instituant le soutien monétaire à court terme, aucune banque centrale ne peut obtenir, en règle générale, que la moitié du total des rallonges débitrices. Les possibilités de tirage maximales porteraient ainsi sur un montant de 2.525 millions d'Ecus pour l'Espagne et 1.945 millions d'Ecus pour le Portugal.

Les Gouverneurs marquent leur accord sur les recommandations des Suppléants. M. Padoa-Schioppa signale que le Comité monétaire devrait entériner, lors de sa prochaine séance, les propositions formulées par la Commission quant aux plafonds d'engagement de l'Espagne et du Portugal dans le concours financier à moyen terme.

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

Par manque de temps, le Comité décide de reporter cet échange de vues à la prochaine séance, en décembre.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 8 décembre 1981 à 10 heures.

* Cf. Procès-verbal de la 150e séance du 9 décembre 1980, point VI.

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

SEPTEMBRE ET OCTOBRE 1981

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation* ainsi que les interventions de celles-ci durant les mois de septembre et d'octobre 1981 et les premiers jours de novembre 1981.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Les marchés des changes sont demeurés actifs et fébriles tout au long des deux mois écoulés. Ils ont été marqués essentiellement par:

- la dévaluation de la couronne suédoise;
- le réalignement des cours-pivots au sein du Système monétaire européen (SME);
- le renchérissement continu du franc suisse,
- le recul du yen japonais, du dollar EU et de la livre sterling. Ces deux dernières monnaies se sont par ailleurs montrées très instables, accusant fréquemment des variations journalières supérieures à 1%, voire 2%, et changeant d'orientation à différentes reprises.

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

Comme durant les mois précédents, la tenue du dollar EU a été dictée principalement par celle de ses taux d'intérêt et par les différents facteurs qui en conditionnent les variations.

Au cours des premières semaines de septembre, tandis que différents responsables de l'administration américaine, en réponse aux critiques dont ils faisaient l'objet, laissaient entrevoir une détente progressive des taux d'intérêt, ceux-ci ont effectivement accusé plusieurs reculs successifs aux Etats-Unis. Le sentiment s'est alors répandu que le mouvement ascendant des taux d'intérêt était arrivé à son terme en Amérique et que les mois à venir seraient caractérisés par une orientation inverse. L'attention s'est, en outre, portée sur la détérioration de la balance des paiements courants des Etats-Unis qui pourrait redevenir largement déficitaire l'an prochain. Dans ces conditions, le dollar a accusé un recul important et généralisé. Perdant 8% vis-à-vis des monnaies du SME, il s'est trouvé ramené, le 21 septembre, à 13% en dessous des maxima qu'il avait atteints dans la première quinzaine d'août.

Le 22 septembre, la réduction, de 4 à 3% seulement, de la surcharge appliquée au taux d'escompte officiel pour les emprunts importants et répétés ont déçu les marchés qui ont réagi par une nette hausse du dollar.

Début octobre, les taux d'intérêt aux Etats-Unis ont repris leur mouvement de baisse, ce qui a provoqué un recul sensible du dollar, en particulier le 9 octobre lorsque la surcharge au taux d'escompte fut une seconde fois réduite de 1%. A Francfort, la monnaie américaine a alors été traitée à DM 2,17, soit son niveau le plus bas depuis le 22 avril 1981.

Les semaines suivantes, par suite notamment de mises en garde contre une extrapolation trop hâtive de la baisse du loyer de l'argent aux Etats-Unis, celui-ci renchérit sensiblement. Comme, de plus, la situation politique en Pologne et au Moyen-Orient suscitait quelque inquiétude, le dollar s'est redressé fortement, regagnant 6% vis-à-vis des monnaies du SME depuis le 9 octobre. A l'approche de la fin du mois cependant, le dollar s'est à nouveau inscrit en baisse parallèlement au repli de ses taux d'intérêt qui précéda la réduction de 14 à 13% du taux d'escompte.

Pour l'ensemble des deux mois écoulés, les fluctuations du dollar se soldent par des mouvements très variables selon les places, reflétant en partie les changements de parité des monnaies locales. Ceux-ci ne semblent d'ailleurs pas avoir infléchi, dans un sens ou dans l'autre, l'évolution générale de la monnaie américaine. En termes de taux effectif, le dollar accuse une baisse de l'ordre de 1 1/4%. Par rapport aux monnaies du SME seules, son recul est plus prononcé (5% en moyenne).

L'évolution des cours au sein du Système monétaire européen a été marquée par le réalignement des cours-pivots, décidé le 4 octobre. Ce réalignement a été précédé par de fortes tensions opposant le mark allemand et, dans une moindre mesure, le florin aux autres monnaies participantes, de sorte que les banques centrales concernées ont dû intervenir activement en dollars et en monnaies communautaires, le plus souvent légèrement en deçà des cours limites. Après la modification des cours-pivots, le franc français s'est situé en première position dans la bande communautaire, rejoint peu après par la couronne danoise. Il a bénéficié d'un reflux de fonds aux dépens du florin et surtout du mark allemand. Ceux-ci ont alors occupé la partie inférieure de la bande, à 2% environ en dessous des nouveaux cours-pivots bilatéraux de la couronne danoise et du franc français. De ce fait, leur appréciation vis-à-vis de ce dernier dans le marché par rapport aux cours relevés avant la réalignement s'est limitée à environ 5%.

En septembre, le mark allemand a bénéficié d'un large regain de confiance, tant en Europe qu'ailleurs, fondé sur la poursuite sans relâche, d'une politique anti-inflationniste en Allemagne fédérale et sur la résorption progressive du déficit des paiements courants avec l'étranger. Des interventions en faveur de la plupart des autres monnaies du SME et la reprise, par la Deutsche Bundesbank, d'achats de dollars après six mois d'abstention n'ont pu empêcher le mark de franchir son seuil de divergence (- 80 début octobre). Après le réalignement du 4 octobre, la Deutsche Bundesbank a abaissé de 1% son taux Lombard spécial, qui avait été fixé à 12% depuis février 1981. Elle est aussi intervenue à la vente, principalement en francs français et en dollars, d'autant plus que le mark subissait le contre-coup d'un relèvement passager des taux d'intérêt aux Etats-Unis. La

monnaie allemande a alors évolué constamment dans la partie inférieure de la bande communautaire établie sur la base des nouveaux cours-pivots. Son indicateur de divergence, devenu positif, s'est maintenu à un niveau élevé (+ 65 à la fin du mois).

Le florin a, dans l'ensemble, suivi une évolution analogue à celle du mark. Cependant, les interventions dont il a fait l'objet ont été nettement plus réduites dans un sens comme dans l'autre. En fin de période, le florin était traité à Francfort avec une prime de 1/4%. Son indicateur de divergence se situait à + 33. La Nederlandsche Bank a également participé au mouvement général de baisse des taux d'intérêt.

En France, les pressions à la baisse du franc français se sont accentuées en septembre en liaison principalement avec le développement des anticipations sur un prochain réalignement des parités monétaires au sein du SME. Les autorités françaises ont procédé à d'importantes interventions; elles ont également renchéri le loyer de l'argent et suspendu la possibilité de couverture à terme pour les importateurs.

Début octobre, un ensemble de mesures, dans le domaine du budget, des prix et de la politique des revenus, ont été prises en vue d'accompagner le réalignement des parités. Un courant acheteur de francs français s'est ensuite manifesté, notamment de la part de non-résidents. Le mark et le florin se traitant à Paris à proximité de leur nouveau cours-planter, la Banque de France a pu racheter régulièrement des devises et réduire ainsi de plus de moitié son endettement dans le FECOM. Simultanément, elle a permis une détente des taux sur son marché monétaire, celui de l'argent au jour de jour étant ramené légèrement en dessous de 16%, après avoir atteint 18 1/2% quelques semaines auparavant.

La lire italienne qui, début août encore, occupait la première position dans le SME, s'est affaiblie en septembre et au début d'octobre, au point de s'éloigner de 3,5% de la monnaie la plus appréciée. Après le changement de cours-pivots, elle n'a pu se maintenir dans le sillage des monnaies les plus fermes que grâce à la poursuite des interventions à la vente de la Banca d'Italia, liées en grande partie à des remboursements de crédits commerciaux dont l'échéance correspondait à celle du

systeme de dépôt pénalisant en Italie les achats de devises. Le systeme a été prorogé, mais dans la perspective d'une suppression graduelle.

En septembre, la livre irlandaise, le franc belge et la couronne danoise ont également dû faire l'objet d'interventions relativement importantes, les deux premières monnaies citées se situant, à l'instar du franc français, un peu au-dessus de leur cours-plancher à Francfort et la troisième occupant une position médiane dans la bande communautaire. Toutes trois ont bénéficié du réaligement monétaire, sans toutefois jouir d'un reflux substantiel de fonds. La couronne danoise s'est alors portée aux environs de son nouveau cours-plafond en mark, tandis que le franc belge, influencé par la vente dans le marché de devises empruntées par des organismes para-étatiques, et la livre irlandaise ont été cotés respectivement 1% et 0,50% au-dessus de leur cours-pivot à Francfort.

La livre sterling a subi d'amples fluctuations, tant vis-à-vis du dollar que des monnaies européennes. En dépit du soutien de la Bank of England, elle s'est inscrite d'abord en forte baisse (de 9% par rapport au SME) en raison des difficultés économiques du Royaume-Uni, de la détente des prix pétroliers et du niveau relativement bas des taux d'intérêt réels. Elle s'est ensuite montrée nettement plus résistante après la hausse de ses taux d'intérêt, relevés sur l'euro-marché à un niveau proche de ceux du dollar. Le taux de base des banques anglaises a été majoré en deux étapes de 12% à 16%, puis ramené à 15 1/2% à la mi-octobre. Après avoir atteint un minimum de 85,7, soit son point le plus bas depuis deux ans, le taux de change effectif de la livre est remonté, en fin de période, à 88,6, ce qui laisse subsister néanmoins un recul de près de 3% sur l'ensemble des deux derniers mois. Limitée à 0,50% en termes de dollar, la dépréciation de la monnaie britannique atteint 5,50% en moyenne à l'égard des monnaies du SME.

Durant les mois de septembre et d'octobre, la drachme a progressé de 1,5% en termes de taux de change effectif, de 4,6% par rapport au dollar, tandis qu'elle accusait un recul de 2,9% vis-à-vis du deutsche mark. A l'égard de l'ensemble des monnaies du SME, la drachme a fléchi de 1,1% en moyenne en septembre et elle est restée stable en octobre.

Dès les premiers jours de septembre, la Banque Nationale Suisse a exprimé sa ferme volonté de combattre les pressions inflationnistes qui se développaient dans son pays. A cette fin, elle a majoré de 1% ses taux d'intérêt et pratiqué une politique plus restrictive dans l'octroi de liquidités sous forme de "swaps". Le franc suisse s'est en conséquence raffermi vigoureusement, gagnant en définitive 6% par rapport au mark allemand et 15% par rapport au dollar. Si, depuis le début de l'année, il enregistre une avance de 10% vis-à-vis de la première de ces deux devises, il n'accuse plus qu'un recul de 3% par rapport à la seconde.

En Suède, les autorités ont décidé à la mi-septembre de dévaluer la couronne suédoise de 10% en termes de taux de change effectif. Pendant quelques jours, la Sveriges Riksbank a alors été en mesure de procéder à d'importants rachats de dollars. Quelques semaines plus tard, elle a réduit de 1% ses taux d'intérêt. Depuis la création du SME, la baisse de la couronne suédoise par rapport au mark se limite à 5%.

Vis-à-vis du dollar EU, les fluctuations de la couronne norvégienne, du yen japonais et du dollar canadien ont, à des degrés divers, été moins accentuées que celles des monnaies du SME. En fin de période, à New York, la couronne norvégienne enregistrait une avance de 2% et le yen japonais une perte de 2%. Le dollar canadien était pratiquement inchangé. En ce qui concerne ce dernier, l'évolution favorable du différentiel d'intérêt avec les Etats-Unis et la conversion en dollars canadiens du produit d'emprunts à l'étranger ont pratiquement compensé l'effet négatif du déficit de la balance des paiements courants du Canada, d'une part, et celui de la persistance des pressions inflationnistes internes, d'autre part.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les interventions en dollars ont porté sur des montants relativement élevés. Dans la plupart des cas, elles ont été effectuées par les banques centrales d'Europe et du Canada dans le but de régulariser le comportement de leur monnaie nationale, l'objectif de stabilisation du dollar EU n'entrant éventuellement en ligne de compte que lorsqu'il était compatible avec cette préoccupation prioritaire.

En septembre, les achats bruts se sont élevés à \$3,2 milliards et les ventes à \$6,2 milliards. Les interventions nettes les plus importantes ont été effectuées à l'achat par la Sveriges Riksbank et à la vente par la Banque de France et, dans une moindre mesure, par la Bank of England.

En octobre, les achats bruts se sont limités à \$2,5 milliards et les ventes à \$4,7 milliards. La Banque de France et la Banque Nationale Suisse se sont montrées les plus actives à l'achat, alors que la Sveriges Riksbank, la Banca d'Italia et surtout la Deutsche Bundesbank ont réalisé les cessions nettes les plus importantes.

Pour l'ensemble des deux mois écoulés, les interventions en dollars se sont soldées par une cession nette de \$5,2 milliards.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes ont été nombreuses et diversifiées. Au total, elles ont atteint la contre-valeur de \$4,2 milliards.

Un peu moins de la moitié d'entre elles ont eu lieu avant le réajustement des cours-pivots. En majeure partie, celles-ci ont consisté en un soutien, à des cours intramarginaux, apporté en mark à d'autres devises du SME, principalement le franc français et le franc belge. Elles ont été financées exclusivement par prélèvement sur les réserves officielles des pays concernés.

Les interventions réalisées après le réaligement monétaire ont essentiellement pris la forme d'achats de marks allemands et, dans une moindre mesure, de florins contre francs français. Le produit de ces interventions, dont un peu plus de 25% ont été effectuées aux cours limites, a été affecté à la réduction de l'endettement contracté précédemment par la Banque de France auprès du FECOM.

* * *

Le dollar EU a poursuivi sa baisse tout au début de novembre en liaison avec la réduction du taux d'escompte officiel aux Etats-Unis. Néanmoins, il s'est, par la suite, montré plus résistant. Finalement, pour l'ensemble des six premiers jours du mois, son recul se limite à 1% en moyenne vis-à-vis des monnaies du SME.

Au sein du Système monétaire européen, le franc belge et le franc français se sont inscrits en baisse, d'un peu plus de 1/4%, par rapport à la moyenne communautaire, tandis qu'au contraire le florin progressait de 1/4%. La couronne danoise et le mark allemand sont dès lors restés, seuls, en opposition aux bords de la bande. L'écart entre ces deux monnaies s'est réduit légèrement au-dessous de 2%.

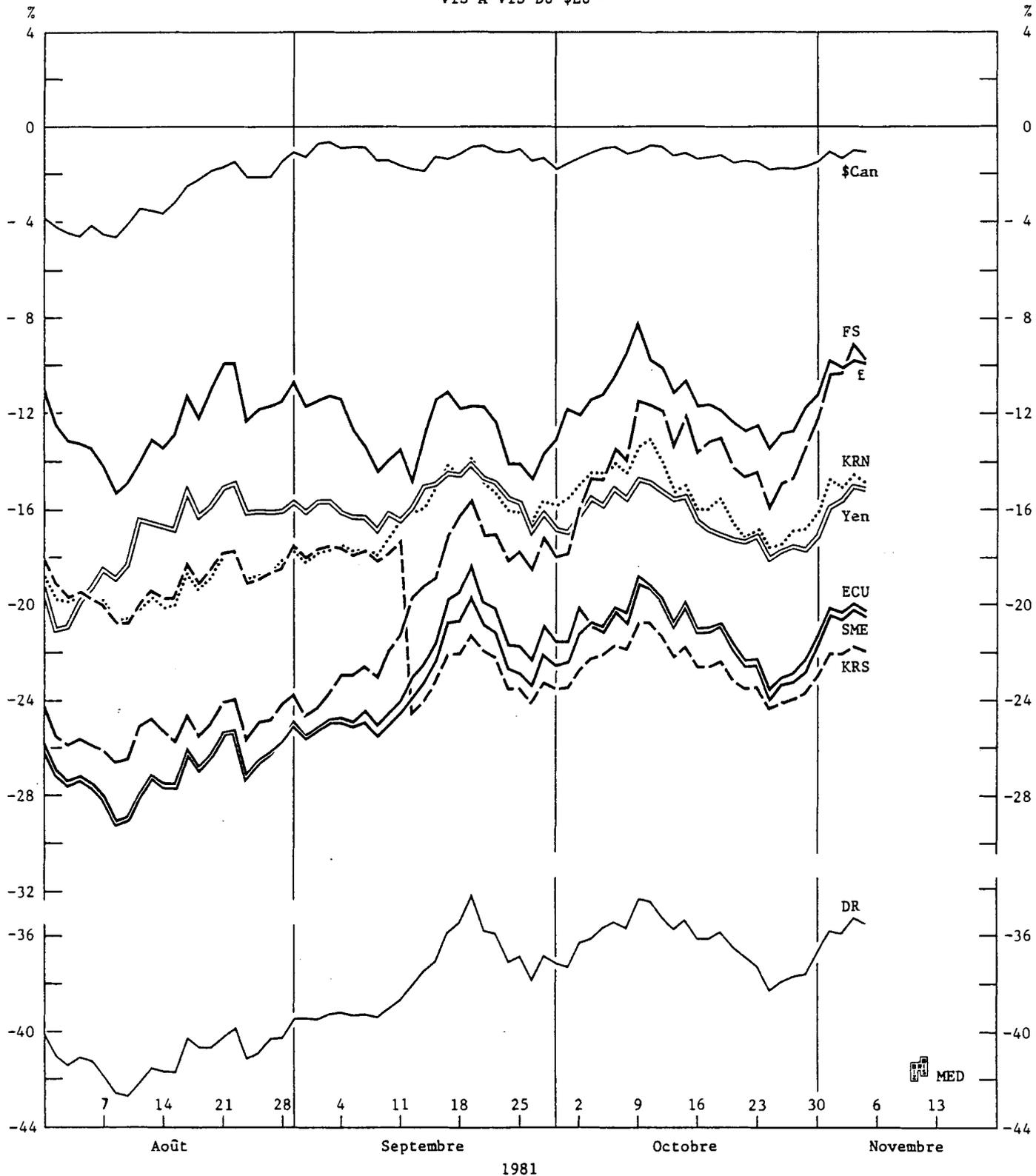
Le franc suisse a continué sa progression, gagnant 2 3/4% par rapport au dollar et 1 3/4% vis-à-vis du mark allemand.

Le yen japonais s'est inscrit en reprise: il avance de 2% en termes de dollars EU.

Les interventions en dollars se sont soldées par une cession globale nette de 0,2 milliard de dollars. Les banques centrales d'Italie et de Suède se sont montrées les plus actives à la vente, et celles du Canada et de Suisse à l'achat.

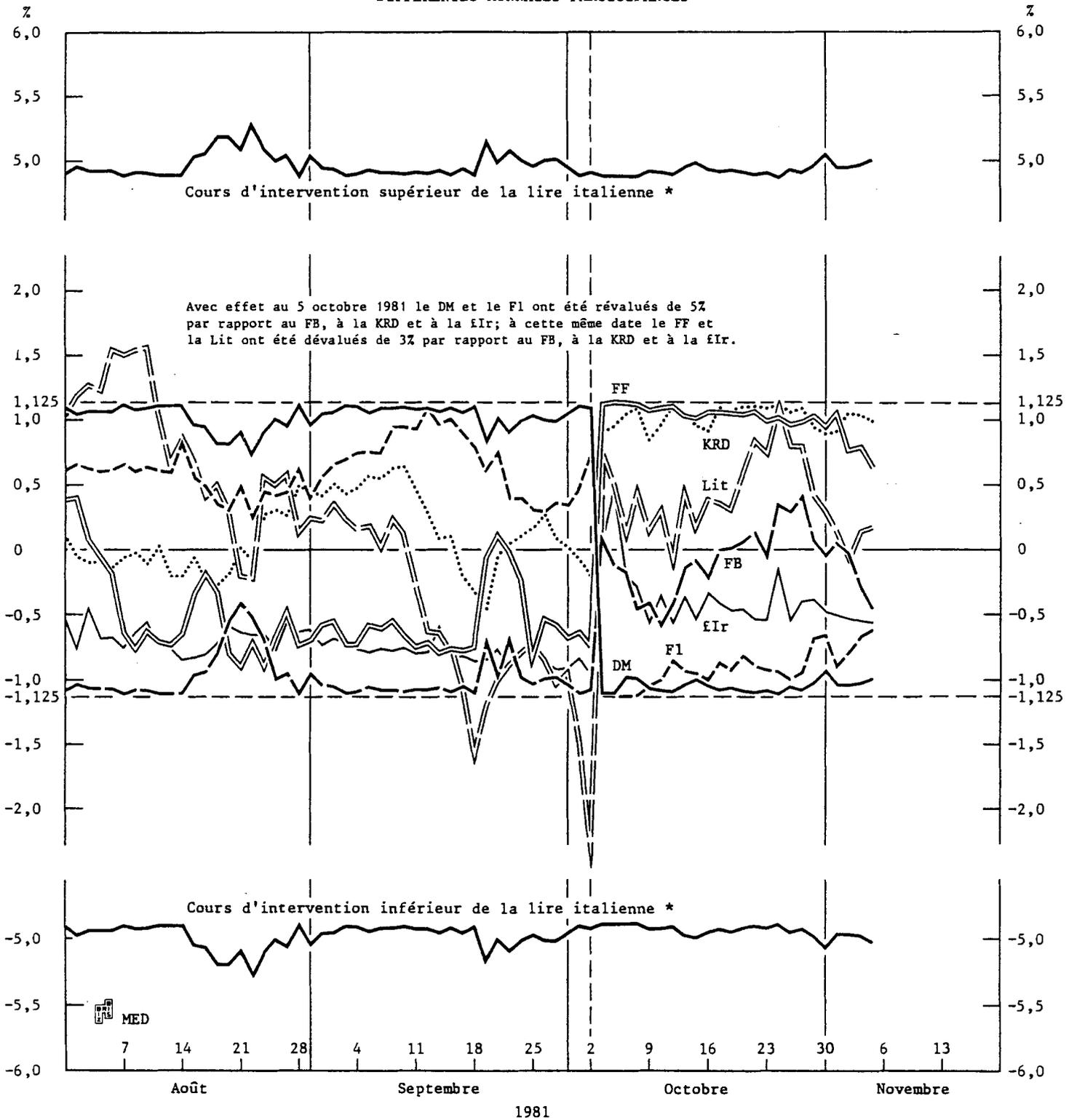
Les interventions en monnaies européennes, soit l'équivalent de 0,3 milliard de dollars, ont pris uniquement la forme d'achats de marks par la Banque Nationale Suisse et surtout par la Nederlandsche Bank. Celle-ci a pu ainsi rembourser entièrement la dette contractée en octobre dans les livres du FECOM.

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.

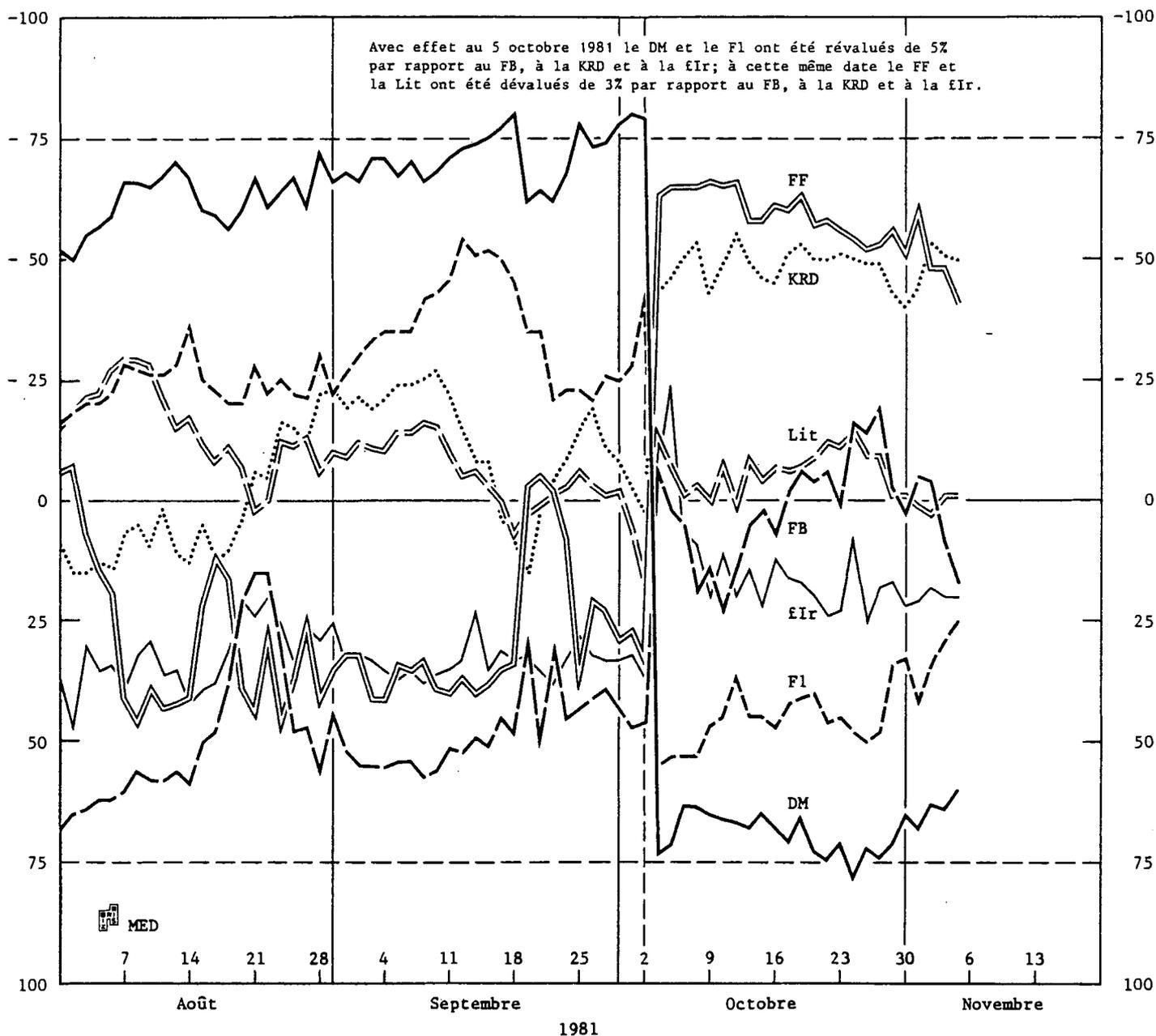
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

5 novembre 1981

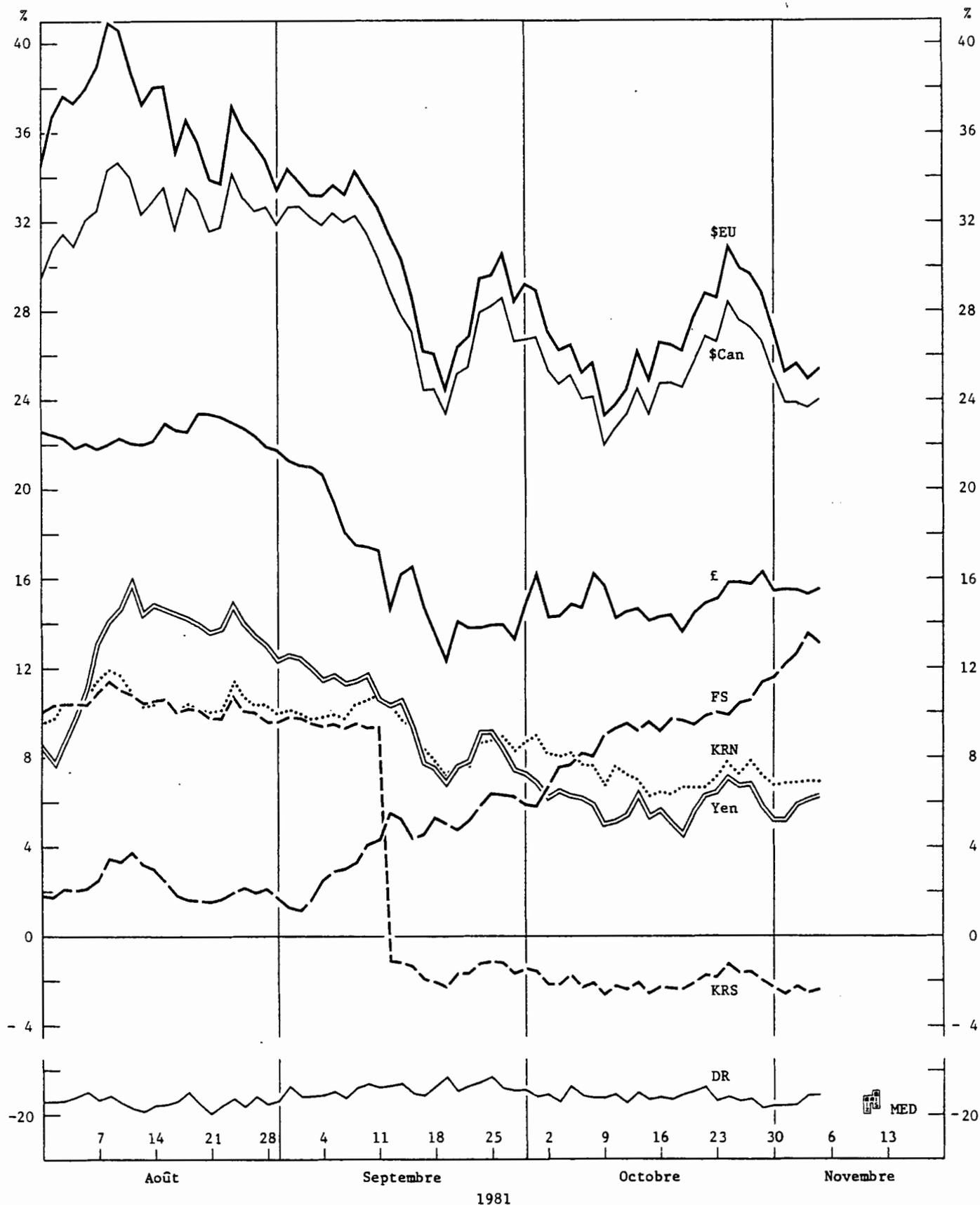
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

5 novembre 1981

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 MARCHÉ RELEVÉS 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.

5 novembre 1981

PROCES-VERBAL DE LA 160e SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 NOVEMBRE 1981 A 10 HEURES

C O R R I G E N D U M

A la suite de quelques modifications que le Gouverneur O Cofaigh souhaite apporter à l'intervention qu'il a faite lors de la séance du Comité des Gouverneurs du 10 novembre 1981 au sujet du Rapport spécial du "groupe Raymond" sur le financement des déficits du secteur public par les banques centrales, le texte complet de cette intervention qui se trouve sur les pages 11 et 12 du procès-verbal doit se lire comme suit :

"M. O Cofaigh remercie le Président pour ses aimables paroles d'accueil et marque sa satisfaction de pouvoir participer aux discussions du Comité, d'autant plus que, lors de cette première présence à Bâle, il s'agit d'une question qui lui est familière de par sa carrière antérieure.

Le rapport, très éclairant et stimulant, constate que la détérioration inexorable des finances publiques est due essentiellement à des facteurs structurels. Dans ces conditions, un refus intransigeant des politiques monétaires de reconnaître les réalités budgétaires à court terme n'est pas praticable et pourrait seulement porter atteinte à la crédibilité des politiques monétaires.

Cette considération s'applique notamment à l'Irlande où la pression démographique s'est traduite par une expansion rapide des dépenses d'enseignement, de santé et des services sociaux. En revanche, la Central Bank of Ireland ne subordonne pas sa politique directement aux besoins de financement du Trésor; elle fournit, à l'intérieur de certaines limites, des facilités sur une base à court terme ou sous la forme de découverts et ce n'est qu'occasionnellement et exceptionnellement qu'elle contribue au financement de déficits à long terme.

Dans la mesure où un déficit est de nature structurelle et ne peut donc pas être éliminé à court terme, il est recommandable de poursuivre une approche intérimaire. L'adaptation de la politique monétaire aux besoins

de financement du secteur public pourrait prévenir une hausse des taux d'intérêt mais seulement temporairement; à plus long terme, les effets sur le taux d'inflation et de change ne manqueraient pas d'apparaître. Un financement non monétaire adéquat ne pourrait être réalisé qu'au moyen d'un relèvement encore plus marqué de taux d'intérêt qui ont déjà atteint des niveaux décourageants. Or, des taux d'intérêt plus élevés auraient pour effet d'affaiblir davantage l'activité économique et d'accroître la charge d'intérêt sur la dette publique, ces deux facteurs ne feraient ainsi qu'aggraver un peu plus les déficits budgétaires.

Dans ces conditions, le message le plus important du rapport tient dans la constatation que le choix entre l'adaptation ou la non-adaptation de la politique monétaire devrait procéder d'une analyse claire des origines et/ou des objectifs du déficit du secteur public. En effet, ce choix n'est pas une simple opération arithmétique ou ne relève pas uniquement de la charte des instituts d'émission."