

PROCES-VERBAL *
DE LA 180e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 8 NOVEMBRE 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 et Kloft; le Vice-Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias; 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. Webb; 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 179e séance

Le procès-verbal de la 179e séance du 13 septembre 1983 est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 13 décembre 1983, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

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 septembre et d'octobre et des premiers jours de novembre 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. Pour ce qui est des interventions, il souligne en particulier:

- que les interventions en dollars ont fortement diminué par rapport à celles du mois d'août; elles ont été réalisées davantage pour avoir un effet sur la position des monnaies en cause que pour influencer le cours du dollar; elles se sont d'ailleurs soldées par des ventes nettes en septembre, alors que le dollar s'affaiblissait, et par des achats nets en octobre, alors que le dollar se raffermissait;
- que les interventions en monnaies du SME ont été de deux types: des interventions aux cours limites pour soutenir le franc belge; des interventions intramarginales exclusivement en deutsche marks; celui-ci a parfois été acheté lorsqu'il s'appréciait, ce qui illustre l'absence d'alternative en matière de monnaie européenne d'intervention.

M. Lefort indique que, sur la base du rapport "concertation" que M. Dalgaard vient de présenter, les Suppléants ont examiné l'évolution sur les marchés des changes depuis le début de septembre. A leur avis, les deux traits principaux qui ont marqué cette période sont les suivants:

1. Mouvement de baisse du dollar jusque vers le 7 octobre, suivi d'un redressement qui se poursuit encore. Ce redressement paraît lié à divers facteurs tels que la croissance continue de l'économie américaine, le maintien de taux d'intérêt élevés aux Etats-Unis et l'incidence des tensions internationales.

2. Raffermissement du deutsche mark et du florin qui ont bénéficié à la fois de la faiblesse initiale du dollar et du relèvement des taux d'intérêt en Allemagne et aux Pays-Bas. Il en est résulté un regroupement dans le haut de la bande de fluctuation de l'ensemble des monnaies participant au mécanisme de change du SME, à l'exception du franc belge.

Ce regroupement des monnaies communautaires s'est traduit par un indice de divergence très élevé pour le franc belge.

A cet égard, certains Suppléants ont estimé que l'indicateur de divergence perdait de son caractère opérationnel. En effet, d'une part, le poids grandissant dans l'Ecu des monnaies les plus fortes du SME tend, notamment dans la situation actuelle, à accentuer la divergence des monnaies les plus faibles et donc à fausser les conclusions susceptibles d'être tirées du fonctionnement de l'indicateur. D'autre part, certaines interventions intramarginales peuvent également influencer la signification de l'indicateur de divergence.

La présomption d'action attachée au franchissement du seuil de divergence fait même l'objet de contestations, le pays dont la monnaie diverge actuellement posant la question de savoir si c'est à lui ou à ses partenaires de prendre des mesures essentiellement dans le domaine des taux d'intérêt. A cette question, plusieurs Suppléants ont répondu en faisant ressortir les contraintes d'ordre interne et externe qui rendraient très difficile la baisse du loyer de l'argent dans leurs pays.

D'autres Suppléants, enfin, ont fait valoir que l'amélioration en cours des facteurs fondamentaux, observée dans plusieurs pays, est de nature à raffermir les monnaies en cause dès lors que les marchés, qui ont besoin de temps pour prendre conscience de cette amélioration, modifieront leur comportement.

M. Lamfalussy estime que l'évolution d'une monnaie finit tôt ou tard par être influencée par celle de la balance des paiements courants et que, par conséquent, la détérioration considérable observée aux Etats-Unis dans ce domaine devrait exercer, dans un délai impossible à chiffrer, une pression sur le dollar. En effet, une telle influence ne s'exerce qu'après un décalage dans le temps qui est certainement allongé actuellement par des facteurs tels que les tensions politiques internationales et les

incertitudes concernant l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis. En outre, l'histoire a également montré qu'à partir du moment où le marché révisé son appréciation sur la valeur d'une monnaie, la révision se fait en général très vite et se traduit par des ajustements brutaux et profonds des cours de change.

M. Lamfalussy s'interroge sur le fait que, mis à part le franchissement de son seuil de divergence, le franc belge se maintient depuis assez longtemps au plancher de la bande de fluctuation du SME, malgré une amélioration sensible en Belgique de la balance des paiements courants et de la position compétitive de l'industrie. Cette amélioration semble d'ailleurs être perçue clairement par le marché si l'on en juge par la décote très faible du franc financier.

M. Godeaux considère que, sans entrer dans une exégèse détaillée des textes gouvernant le fonctionnement du SME, le franchissement du seuil de divergence par le franc belge appelle au minimum une réflexion, une analyse et un échange de vues. La gestion quotidienne de la valeur extérieure de la monnaie est conduite en Belgique en observant trois cadrans principaux: l'indicateur de divergence, le niveau des interventions de la banque centrale dans le marché des changes et l'écart du cours du franc entre le marché libre et le marché réglementé. L'indicateur de divergence publié a atteint à un certain moment 94, ce qui présente des inconvénients pour l'opinion publique mais n'est pas révélateur dans les circonstances présentes, comme cela sera expliqué ultérieurement, d'une situation nécessitant une action correctrice par les autorités. Les interventions ne sont pas négligeables mais ont une évolution variable. L'écart du franc belge sur les deux marchés est actuellement très faible, de l'ordre de 1%, alors qu'il s'est élevé jusqu'à 16-17% et s'est situé pendant longtemps à 10%.

La situation fondamentale de l'économie belge est en voie d'amélioration substantielle; le rythme d'inflation se ralentit (taux annuel de 6,4% en octobre et probablement moins d'ici la fin de l'année), le déficit de la balance des paiements courants est en forte réduction, de FB 155 milliards en 1981 à FB 120-125 milliards en 1982 et sans doute à environ FB 60 milliards en 1983, avec des perspectives encore meilleures pour 1984; le déficit considérable des mouvements de capitaux privés a fait place à un léger excédent au premier semestre de 1983; la compétitivité de l'industrie belge s'est améliorée d'une manière sensible, l'indice du coût unitaire du travail, sur la base

1970-1973 = 100, passant de 110 en 1981 à 80 en 1983. La situation immédiate de l'économie belge est marquée par un certain accroissement du déficit courant lié à une progression des importations qui semble annoncer un mouvement de restockage et qui pourrait donner lieu, dans quelques mois, à une reprise des exportations. Au total, ce phénomène, probablement temporaire, constitue une indication favorable pour l'évolution de la situation économique en Belgique et dans le monde. Dans ces conditions, un relèvement des taux d'intérêt officiels risquerait d'avoir peu d'effets sur un tel phénomène, alors qu'il alourdirait à coup sûr les frais financiers des agents économiques et du Trésor.

En ce qui concerne l'indicateur de divergence, les autorités belges estiment que le degré élevé de divergence atteint par le franc belge n'appelle pas d'action correctrice immédiate, étant donné que ce degré tient dans une large mesure:

- aux pratiques divergentes des membres du SME et notamment aux interventions intramarginales de certains d'entre eux;
- aux politiques poursuivies par les partenaires, qui aboutissent au résultat que les taux d'intérêt officiels ont été relevés dans deux pays à monnaie fondamentalement forte (en revanche, la baisse opérée au Danemark est bienvenue et la situation devrait permettre à d'autres pays de la CEE d'en faire autant);
- aux mouvements financiers qui se situent en dehors du SME et qui affectent de manière variable les monnaies participantes.

M. Godeaux reconnaît l'inconvénient que représente la position du franc belge au plancher de la bande de fluctuation et précise que la banque centrale est extrêmement attentive à vérifier que cela ne conduise pas au déclenchement de mouvements psychologiques défavorables. En réponse à une question de M. Lamfalussy, il indique qu'il est difficile de mesurer l'impact des variations du différentiel de taux d'intérêt entre le franc belge et les autres monnaies, notamment deutsche mark et florin, sur les déplacements de capitaux; pour le moment, le marché intérieur ne paraît pas attendre une hausse de ce différentiel.

Le Président présente quelques éléments sur la situation en France. L'évolution du franc a été contrastée au cours des mois de septembre et d'octobre, une certaine faiblesse au milieu de cette période étant suivie d'une appréciation par rapport aux autres monnaies du SME,

notamment le deutsche mark. Ainsi, depuis la mi-octobre, le franc s'est replacé en tête de la bande de fluctuation, en opposition avec le franc belge, ce qui s'est traduit par quelques interventions peu importantes aux limites et par des interventions intramarginales plus substantielles, en dollars et en deutsche marks. Au total, pour les deux mois de septembre et d'octobre, les interventions de la Banque de France se sont à peu près compensées; leur objectif était d'éviter des mouvements, dans un sens ou dans l'autre, trop amples sur le marché, mouvements qui semblent liés, dans une assez large mesure, à des causes extérieures au SME, en particulier l'évolution politique et économique aux Etats-Unis et ailleurs. Les taux d'intérêt intérieurs français sont maintenus à des niveaux relativement élevés, entre 12 et 13% pour le court terme depuis le début de 1983 et notamment depuis le réaligement de mars. En termes réels, ces taux ont eu tendance à s'élever en liaison avec le fléchissement du taux d'inflation entre 9 et 10%; ils sont sensiblement plus élevés pour les taux à long terme, malgré le recul des taux nominaux de 17-18% en 1982 à 14,5-15% actuellement. Quoi qu'il en soit, sous réserve d'une baisse des taux à l'étranger, spécialement aux Etats-Unis et en Allemagne, que la France suivrait probablement, les taux français ne seront pas réduits, étant donné qu'à côté des éléments d'amélioration, la situation présente recèle encore des éléments de faiblesse.

Parmi les premiers, les plus spectaculaires concernent l'amélioration de la balance commerciale et partant de celle des paiements courants qui, après un déficit record en 1982 de 80 milliards de francs, est pratiquement en équilibre depuis le deuxième trimestre de 1983. Pour l'ensemble de l'année, le déficit devrait s'établir à environ 40 milliards de francs et à un chiffre inférieur en 1984. Cette amélioration est liée au ralentissement très marqué de l'activité économique en France, qui résulte lui-même de la politique suivie depuis près d'un an. Ainsi, la contraction des importations est très nette tandis que les progrès des exportations se confirment mois après mois, favorisés par un bon niveau de compétitivité au cours de change actuel. Le rétablissement de l'équilibre extérieur, et même un excédent nécessaire pour rembourser les dettes extérieures, est devenu la première priorité de la politique économique et monétaire.

Les éléments de faiblesse concernent principalement les finances publiques et l'inflation. Si pour celle-ci le taux annuel présent (10,2%) est légèrement gonflé par la comparaison avec la période de blocage des prix de l'automne 1982, le chiffre d'environ 9%, plus représentatif, est encore trop élevé. L'essentiel de l'action des pouvoirs publics dans ce domaine s'exerce sur les revenus et notamment sur les salaires avec une contrainte non pas juridique mais politique sur les salaires dans la fonction publique et au-delà dans le secteur privé. En raison des renouvellements des conventions salariales, les trois mois à venir seront très importants à cet égard. Enfin, l'évolution des finances publiques reste préoccupante; les dépenses publiques augmentent trop rapidement et leur part, en incluant les transferts sociaux, est aussi élevée si ce n'est plus que dans plusieurs pays de la CEE.

M. Ciampi fournit quelques éléments sur la situation italienne. La lire a subi quelques pressions vers la mi-septembre dont la disparition, depuis le 10 octobre, reflète probablement l'amélioration de la balance des paiements. En effet, la balance globale est en excédent et la balance des paiements courants devrait se solder, pour l'ensemble de 1983, par un léger déficit de l'ordre de 0,4% du PNB, très nettement inférieur à celui de 1982 (2,5% du PNB). L'amélioration est due à une réduction des importations, liée à la stagnation ou récession de l'économie, tandis qu'au niveau des exportations l'Italie a réussi à préserver ses parts de marché. Dans le domaine des prix, quelques progrès ont été réalisés: la hausse annuelle des prix de gros est relativement stable à 9% et celle des prix à la consommation a fléchi de 15-16% fin juin à 13% en septembre-octobre. Pour abaisser ce taux encore trop élevé, des contraintes plus fortes devraient être exercées, en particulier sur le déficit énorme du secteur public qui représente 15 à 16% du PNB. La loi de finances déposée au Parlement pourrait permettre de réduire cette proportion, à condition qu'elle soit approuvée et que les mesures soient prises effectivement. Des progrès devraient être également réalisés en matière de salaires où la hausse de 15%, qui a été accordée dans le secteur privé, est supérieure aux 13% qui avaient été prévus par le gouvernement. Dans ces conditions, la politique monétaire ne peut que maintenir des taux d'intérêt élevés; après une légère décrue au début de 1983, les taux sont restés stables

en termes nominaux et en augmentation en termes réels, du fait de la baisse du rythme d'inflation. Une telle politique a permis de financer presque entièrement l'énorme besoin d'emprunt du Trésor par des émissions de titres d'Etat.

M. Duisenberg indique que la situation néerlandaise présente également des éléments positifs et des éléments négatifs. Parmi les premiers, figurent notamment le faible taux d'inflation - rythme annuel de 2,5% prévu aussi pour 1984 - et la balance des paiements courants dont l'excédent devrait s'élever à environ 4 milliards de dollars en 1983 et entre 5 et 6 milliards en 1984. Ce résultat reflète toutefois l'état déprimé de l'économie, le niveau faible des importations et des investissements. Quelques signes de reprise apparaissent, plus lentement toutefois que dans d'autres pays industrialisés tels que les Etats-Unis et même l'Allemagne. La situation des finances publiques reste très préoccupante mais le gouvernement vient de décider des mesures d'assainissement importantes et énergiques. Les rémunérations dans le secteur public et les prestations sociales, dont la progression continue depuis de nombreuses années explique largement l'importance du déficit public, devraient diminuer en termes nominaux. Compte tenu de certains dégrèvements fiscaux et de réductions de cotisations de sécurité sociale, les revenus réels dans le secteur privé devraient rester à peu près stables. Cette action des pouvoirs publics dans un domaine beaucoup plus délicat - dans l'immédiat elle a causé une grande agitation dans les services publics et des tensions dans le secteur privé - que celui d'autres dépenses de l'Etat tels que les investissements publics, devrait permettre d'aboutir, pour la première fois depuis longtemps, à une contraction du besoin de financement du Trésor. Une telle réduction structurelle de ce besoin pourrait être renforcée progressivement par une réduction conjoncturelle en liaison avec le développement de la reprise économique. Malgré celle-ci, le chômage qui touche environ 800.000 travailleurs cette année, devrait encore augmenter pour atteindre en 1984 le chiffre de 900.000 ou 20% de la population active, chiffre qu'il n'est pas possible de soutenir longtemps.

M. Leigh-Pemberton indique que la situation au Royaume-Uni reste assez favorable: l'économie continue de croître à un rythme modéré,

+2,5% à 3% pour la production industrielle; l'ascension vertigineuse du chômage s'est arrêtée, les chiffres désaisonnalisés montrant même une certaine réduction depuis deux mois; la hausse des prix demeure relativement limitée, +5% de taux annuel en septembre; l'expansion monétaire a été ramenée nettement à l'intérieur de la fourchette 7 à 11% pour EM3 ; pour la liquidité du secteur privé (PSL2), elle a été toutefois légèrement supérieure au maximum fixé dans la fourchette-objectif par suite d'une augmentation plus vive des dépôts auprès des "building societies". Cette décélération d'ensemble de la croissance des agrégats monétaires a permis, début octobre, d'accepter une nouvelle réduction des taux du marché; le taux de base a été ramené de 9,5 à 9%.

Sur le front extérieur, l'attention doit se porter d'une part sur l'amenuisement considérable de l'excédent des comptes courants, dû essentiellement à un fort accroissement des importations (+10% par rapport à 1982) et à un déclin des exportations à l'exception du pétrole; d'autre part sur l'affaiblissement du cours de la livre sterling qui se trouve environ 10% au-dessous du plateau de 1982. En ce qui concerne les finances publiques, des indications précises seront fournies par le Chancelier de l'Echiquier dans la déclaration qu'il fera d'ici la fin novembre.

M. Gleske considère que la situation conjoncturelle en Allemagne est meilleure que prévue même si quelques zones d'ombre subsistent. Pour la première fois depuis trois ans et demi, les chiffres désaisonnalisés de chômage sont restés stables en septembre et ont diminué en octobre. La demande a été alimentée par la composante intérieure mais la composante extérieure se développe aussi. L'évolution des prix est satisfaisante; malgré un relèvement de un point de pourcentage de la TVA en été et un fléchissement du cours du deutsche mark qui renchérisait les importations, le taux d'inflation annuel a été ramené de 3% en août à 2,6% en octobre. L'expansion monétaire est également devenue plus satisfaisante avec, en octobre, une croissance annuelle de l'agrégat de 7,5%, c'est-à-dire proche des 7% de la limite supérieure de la fourchette-objectif. L'évolution du dollar et surtout son appréciation continue reste préoccupante, notamment à cause de son impact sur les taux d'intérêt à court terme et à long terme. En revanche, la balance des paiements courants évolue d'une manière favorable. En effet, même si la forte progression des importations, notamment en provenance d'Italie, de France et des pays du Bénélux, a réduit

sensiblement l'excédent commercial, l'amenuisement du déficit de la balance des services et les excédents traditionnels au quatrième trimestre devraient permettre de réaliser pour l'ensemble de 1983 un solde positif de 8 milliards de deutsche marks, comparable à celui de 1982.

III. Echange de vues sur le programme des travaux envisagés dans le domaine monétaire international

M. Lefort rend compte des discussions des Suppléants sur ce programme. Il rappelle que pour donner une suite à la résolution du Sommet de Williamsburg, relative à l'examen des "conditions d'une amélioration du système monétaire international", les Ministres des Finances et les Gouverneurs des banques centrales de la Communauté - réunis à Céphalonie - ont préconisé d'étudier certains sujets généraux.

Le Groupe des Dix réuni à Washington le 24 septembre dernier, a demandé à ses Suppléants "d'identifier les domaines susceptibles de faire l'objet d'améliorations progressives" et de lui faire rapport au début de 1984.

En ce qui concerne les projets d'étude, on peut retenir l'hypothèse selon laquelle le Groupe des Dix retiendra finalement les thèmes suivants:

1. le rôle futur du FMI,
2. la création et la distribution des liquidités internationales,
3. l'instabilité des taux de change et ses effets sur l'activité économique internationale.

Au cours des débats des Suppléants des Gouverneurs, M. Dini, Président des Suppléants du Groupe des Dix, a fait un exposé sur l'état de préparation de la réunion de son groupe le 17 novembre. En ce qui les concerne, les Suppléants des Gouverneurs ont mis l'accent sur les points suivants:

1. En liaison avec l'étude sur les liquidités internationales, pour laquelle la BRI a accepté d'établir un document de base, ils estiment important que soient examinés les actifs composites de réserve, à savoir le DTS et surtout l'Ecu, dont il conviendrait d'approfondir le rôle et la place tant au niveau européen qu'au niveau international.

2. En ce qui concerne les deux autres questions - rôle futur du FMI et instabilité des taux de change - certains Suppléants sont

d'avis que le renforcement de la surveillance des politiques de change se posera à un moment ou l'autre et qu'il conviendrait dans ces conditions de l'étudier, indépendamment même des travaux faits dans d'autres Comités. Une étude de cet ordre apparaît d'autant plus intéressante qu'elle implique également d'examiner les liens entre les politiques de change et les politiques monétaires.

M. Dini présente l'état de préparation de la réunion des Suppléants du Groupe des Dix. Il indique que, suite à la réunion des Ministres et des Gouverneurs du Groupe des Dix du 24 septembre, il a invité les Suppléants de ce Groupe à exposer par écrit leurs suggestions sur les sujets d'étude et leur ordre de priorité, et sur les procédures de travail. Sur la base des réponses reçues, à la date du 8 novembre, de presque tous les pays, le tableau ci-après peut être dressé.

Dans l'ensemble, les Suppléants ont marqué un intérêt pour les sujets mentionnés par M. Lefort et la plupart d'entre eux ont ajouté la question de la dette internationale pour laquelle a été avancée l'idée d'une surveillance internationale, dans le cadre notamment du FMI. Plus généralement, plusieurs ont fait des propositions en faveur d'un renforcement de la surveillance multilatérale exercée par le FMI sur les politiques économiques et les politiques de change en vue d'obtenir une meilleure stabilité des taux de change.

En ce qui concerne la création et la distribution des liquidités internationales, les suggestions sont assez divergentes et vont d'un extrême, favorable à une étude très complète incluant le rôle, le fonctionnement et le contrôle des euro-marchés à un autre extrême préconisant seulement une discussion sans étude, le dossier étant renvoyé au FMI. Dans le cadre de ce sujet, des distinctions sont faites d'une part entre les aspects ou besoins immédiats et ceux à plus long terme, comme le rôle futur des DTS; d'autre part entre les améliorations du système monétaire international impliquant des modifications institutionnelles et celles qui seraient fondées uniquement sur la coopération (ces dernières ont recueilli le plus de faveur).

En ce qui concerne la procédure et le calendrier, M. Dini précise que, lors de leur réunion à Paris, le 17 novembre, les Suppléants du Groupe des Dix devraient faire des choix, établir des priorités et fixer un

calendrier en tenant compte que les délais prévus dans le communiqué de Washington sont brefs; la réunion des Ministres et des Gouverneurs, au cours de laquelle les Suppléants devront faire rapport, pourrait en effet avoir lieu avant la fin mars 1984. Dans ces conditions, il est envisagé de demander des contributions à des organisations internationales, comme la BRI, ou à des délégations nationales et d'éviter de créer des sous-groupes des Suppléants du Groupe des Dix.

M. Lamfalussy indique qu'il a proposé de présenter aux Suppléants du Groupe des Dix une étude de la BRI sur l'évolution de la liquidité internationale, étude qui n'a pas encore fait l'objet d'un mandat mais qui sera bien entendu à la disposition du Comité des Gouverneurs. Ce travail pourrait avoir deux directions principales. La première sera essentiellement statistique, descriptive et aussi, dans un certain sens, conceptuelle. Le point de départ sera le total des avoirs extérieurs des autorités, ventilés d'après les composantes traditionnelles, l'or, les devises et les moyens de réserve composites. Des questions essentielles se poseront: tout d'abord les chiffres reflètent-ils une augmentation ou une diminution, une suffisance ou une insuffisance des liquidités internationales? Pour répondre, doit-on comparer les chiffres au commerce international, ce qui est la méthode usuelle, ou aux mouvements de capitaux qui caractérisent davantage le monde actuel? D'autres problèmes apparaissent en liaison avec l'émergence, en dehors des Etats-Unis, de pays émetteurs de monnaie de réserve (comment évaluer la liquidité réelle de ces pays?) et surtout en liaison avec l'évolution de l'endettement bancaire extérieur à court terme des pays. Celle-ci est suivie de près par la BRI, notamment à travers les chiffres semestriels, mais son interprétation est rendue difficile par les problèmes conceptuels et statistiques.

La seconde orientation de l'étude de la BRI devrait couvrir des questions plus prospectives touchant le mécanisme potentiel de création des liquidités internationales dans les années à venir. Si l'on met à part l'or et le rôle possible des unités de réserves composites (DTS et Ecus), la création de réserve en devises a eu deux sources essentielles, à savoir le déficit de la balance des paiements des pays émetteurs de monnaies de réserve et, à partir des années 60 et plus encore dans les années 70, les crédits bancaires internationaux. Ceux-ci jouent en tout état de cause un rôle de redistribution des réserves créées par le déficit extérieur des

Etats-Unis et, éventuellement (dans le cas des euro-marchés), un rôle de création de réserves. Or, par suite de la baisse sensible de l'activité de crédit international des banques, notamment pour les pays en dehors de l'OCDE, la fonction de création et surtout de redistribution des liquidités internationale risque de ne pas être assurée à l'avenir comme elle l'a été dans les années passées.

En réponse à des questions du Président, M. Lamfalussy précise d'une part que l'étude devra effectivement tenir compte des liquidités détenues par le système bancaire, d'autre part qu'une première version du document pourrait être disponible début janvier.

M. Russo rappelle que le Comité monétaire a discuté à la mi-octobre cette question des études à envisager dans le domaine monétaire international; le Président du Comité monétaire a fait rapport au Conseil ECOFIN du 24 octobre en indiquant l'accord général pour que les sujets mentionnés par MM. Lefort et Dini soient étudiés au sein du Groupe des Dix, étant entendu que les pays de la CEE s'efforceront de présenter des opinions communes discutées dans les organes compétents de la Communauté. La Commission a fait des suggestions en tant qu'observateur dans ce Groupe, mais elle a surtout présenté des idées plus spécifiques à la Communauté en ce qui concerne l'Ecu et l'intégration financière, sur lesquelles elle souhaiterait beaucoup travailler avec le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire.

S'agissant de l'instabilité des taux de change, M. Russo indique que, même si ce problème ne semble pas entrer dans les priorités, il serait opportun de le reprendre à la lumière d'une étude récente faite aux Etats-Unis sur le rôle, dans l'évolution des monnaies participantes, qu'ont eu dans le passé et pourraient avoir à l'avenir les arrangements monétaires régionaux, tels que le SME.

M. Ó Cofaigh exprime sa satisfaction sur la procédure de participation et de coopération des pays de la CEE non membres du Groupe des Dix aux travaux menés au sein de ce Groupe. Cette procédure importante, qui a déjà permis à l'Irlande de faire connaître ses suggestions en vue de la réunion des Suppléants du Groupe des Dix du 17 novembre, devrait être poursuivie tout au long des travaux. Même s'ils n'ont pas recueilli une priorité, les problèmes des taux de change gagneraient à ne pas être oubliés et devraient donc être traités sous le chapeau surveillance du FMI.

Le Président tire du débat du Comité les conclusions suivantes. Le Groupe des Dix devrait préciser, le 17 novembre, la nature des études et le calendrier dont il se chargera; le Comité monétaire, qui se réunira le 21 novembre, devrait alors organiser ses propres travaux. La situation sera donc plus claire lors de la prochaine séance du Comité des Gouverneurs le 13 décembre, et celui-ci devrait à ce moment-là refaire le point sur ces questions en vue d'arrêter sa position en ce qui concerne à la fois les sujets sur lesquels les Gouverneurs souhaiteraient faire connaître leurs vues - eu égard à leurs propres responsabilités - les procédures de travail et le calendrier. S'agissant des sujets, il est évident que les banques centrales sont particulièrement intéressées par les problèmes des taux de change et de la surveillance internationale dans ce domaine ainsi que par les liquidités internationales. Sur cette dernière question centrale, le Comité devra probablement attendre janvier ou février, c'est-à-dire après avoir reçu la note de la BRI, pour engager des discussions et des travaux.

Le Comité marque son accord sur les remarques du Président.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Visite du Sous-Gouverneur de la Norges Bank au Président du Comité des Gouverneurs

M. Lefort indique qu'en l'absence de M. de la Genière, il a reçu, il y a quelques jours, la visite de M. Skånland, Sous-Gouverneur de la Norges Bank, qui souhaitait - après avoir rencontré le Président du Comité monétaire - s'entretenir avec le Président du Comité des Gouverneurs des banques centrales de la CEE de différents problèmes.

M. Skånland désirait s'enquérir des possibilités de resserrer la coopération avec les pays membres du SME et s'informer de l'opinion du Comité des Gouverneurs en ce qui concerne notamment des problèmes monétaires internationaux.

M. Lefort a informé les Suppléants, lors de leur séance du 7 novembre, de cette visite et rappelle à cet égard que:

- la couronne norvégienne a été associée au mécanisme de change du "serpent" de 1972 à 1978, c'est-à-dire jusqu'à la constitution du SME;
- la Norges Bank fait partie du Groupe des banques centrales participant à la concertation et assiste donc, à ce titre, aux réunions mensuelles des responsables de ce groupe, à la BRI.

Le Président informe le Comité qu'il a eu un entretien avec M. Getz Wold à ce sujet et qu'ils sont convenus que, sous réserve de l'accord du Comité, le Président du Comité des Suppléants et le Secrétariat du Comité prendront contact avec les responsables de la Norges Bank afin de mieux préciser le désir de celle-ci de renforcer ses relations avec le Comité (échange de documents, contacts personnels, etc). Si, dans l'immédiat, M. Getz Wold n'a exprimé qu'un voeu général, le Comité pourrait néanmoins envisager dès à présent une certaine procédure informelle comportant par exemple un entretien une ou deux fois par an entre le Comité ou son Président et M. Getz Wold.

Le Comité marque son accord sur les propositions du Président.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 13 décembre 1983 à partir de 10 heures.

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

SEPTEMBRE ET OCTOBRE 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 septembre, d'octobre et les premiers jours de novembre 1983.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Durant les mois de septembre et d'octobre, l'évolution sur les marchés des changes a été caractérisée par des variations significatives des cours de la plupart des principales monnaies. Les principaux développements observés peuvent se résumer comme suit:

- nette baisse du dollar durant le mois de septembre et la première semaine d'octobre, suivie d'un léger redressement par la suite;
- au sein du SME, raffermissement sensible du mark et du florin et faiblesse plus marquée du franc belge;
- appréciation du yen par rapport à toutes les monnaies et stabilité de la livre sterling à l'égard du dollar.

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

En septembre, le dollar EU a enregistré une forte baisse sur la plupart des places, baisse qui a été particulièrement prononcée, à l'égard du yen japonais et qui s'est poursuivie durant les premiers jours d'octobre. Ce repli s'est produit alors que certains signes de ralentissement du rythme d'expansion de l'économie américaine ainsi que l'évolution des agrégats monétaires nettement à l'intérieur de la fourchette-objectif ont encouragé des anticipations à la baisse des taux d'intérêt. Ces anticipations ont également soulevé des questions en ce qui concerne le financement du déficit commercial des Etats-Unis au niveau actuel des cours de change.

A partir de la deuxième semaine d'octobre, le dollar s'est à nouveau inscrit en hausse sur toutes les places. Les perspectives d'un repli des taux d'intérêt américains se sont affaiblies sous l'effet d'un courant régulier de statistiques économiques indiquant que l'expansion économique restait forte. En outre, la publication des minutes de la réunion du "Federal Open Market Committee" d'août a montré que, contrairement aux attentes, aucune allusion n'était faite à des mesures d'assouplissement de la politique monétaire. Le dollar a également bénéficié de son statut de valeur refuge du fait de l'aggravation des tensions géopolitiques dans plusieurs parties du monde.

En définitive, au cours des deux mois sous revue, le dollar a fléchi de 5,2% à l'égard du yen, de 2,4% par rapport au franc suisse, de 2,2% en moyenne vis-à-vis des monnaies du SME et de 0,2% à l'égard de la livre sterling.

Au sein du SME, l'affaiblissement du dollar a entraîné un raffermissement du mark allemand et du florin en septembre. En conséquence, à partir de début octobre, toutes les monnaies, à l'exception du franc belge, se sont regroupées dans la moitié supérieure de la grille des parités. Le franc français et accessoirement le florin, la livre irlandaise et la couronne danoise se sont partagé le sommet de la bande étroite. Cette situation a conduit à une intensification des interventions de soutien en faveur de la monnaie belge.

La lire italienne est restée constamment en tête du dispositif de change européen mais a fléchi à la suite d'une diminution des rentrées de devises liées à la fin de la saison touristique. Le redressement fondamental de la balance des paiements italienne ainsi que les cessions de dollars par la Banca d'Italia ont toutefois freiné son repli.

Durant le mois de septembre, le franc français est resté à sa limite supérieure vis-à-vis du franc belge et a été conforté dans cette position par des interventions substantielles auxquelles la Banque de France a procédé pour contrôler la hausse du mark allemand à Paris. Celle-ci s'est néanmoins accentuée durant la première semaine d'octobre. Par la suite, la publication de résultats de balance des paiements nettement plus favorables a contribué au raffermissement du franc français qui est revenu à son cours limite supérieur à Bruxelles, en dépit d'interventions importantes destinées à contrôler l'ampleur de ce retournement de tendance.

La livre irlandaise s'est maintenue à la limite, ou a proximité de son plafond de 2,25% vis-à-vis du franc belge pendant la majeure partie de la période, malgré les réductions successives du taux des prêts à court terme de la Central Bank of Ireland.

La couronne danoise, initialement au milieu de la bande étroite, s'est hissée au sommet de celle-ci au début d'octobre. Elle a fléchi quelque peu vers la mi-octobre suite aux inquiétudes suscitées par les tensions politiques au Danemark et s'est redressée après l'adoption d'un programme d'austérité. En fin de période, compte tenu de la modération de l'inflation et de la bonne tenue de sa monnaie, la Danmarks Nationalbank a réduit son taux d'escompte de 1/2 point à 7%.

En début de période, le mark allemand est resté relativement faible et a été soutenu par des ventes de dollars de la part de la Deutsche Bundesbank. Avec l'affaiblissement du dollar et après la hausse du taux Lombard de 1/2 point à 5 1/2% le 8 septembre, la devise ouest-allemande s'est redressée de manière remarquable et s'est réinsérée parmi les monnaies occupant la partie supérieure de la bande étroite de fluctuation. La publication d'indicateurs confirmant la reprise économique a également contribué au raffermissement du mark.

Après la majoration du taux d'escompte de 4 1/2% à 5% et de celui des avances de 5% à 5 1/2%, le florin néerlandais s'est raffermi en parallèle avec le mark et a atteint passagèrement son plafond vis-à-vis du franc belge. Durant le mois d'octobre, la devise néerlandaise a fléchi quelque peu en liaison avec le repli du deutsche mark mais à un degré moindre que ce dernier.

En raison du maintien des taux d'intérêt à un niveau relativement modeste, et de l'affaiblissement consécutif du différentiel avec plusieurs pays voisins, le franc belge a fléchi vis-à-vis des monnaies du SME. D'importantes interventions de soutien ont eu lieu aux cours limites. La pression a été particulièrement forte durant les conflits sociaux de septembre.

Quasi inchangée en termes de dollars EU, la livre sterling a fléchi vis-à-vis de la plupart des monnaies européennes. Son taux de change effectif est revenu de 85,3 à 83,7. Vers la fin de septembre, la devise britannique s'est repliée en liaison avec les anticipations d'une baisse du loyer de l'argent en Grande-Bretagne. Cette attente s'est concrétisée début octobre par la réduction de 9 1/2% à 9% du taux de base des banques britanniques. Toutefois, la crainte d'une escalade du conflit Iran-Iraq et des conséquences de celui-ci sur l'approvisionnement pétrolier a constitué un facteur de soutien de la livre, contribuant quelque peu à sa reprise.

La drachme grecque a cédé 1,4% vis-à-vis du dollar EU et 3,3% en termes d'Ecus.

Le yen a progressé de 5,5% en termes de dollars EU et de plus de 3% en moyenne vis-à-vis des monnaies du SME. La devise nippone a bénéficié de bonnes performances de l'économie japonaise, et plus particulièrement de l'excédent du commerce extérieur qui s'est établi à 12 milliards de dollars pour les huit premiers mois de l'année. La réduction du taux d'escompte de 5 1/2 à 5% le 22 octobre n'a eu qu'un impact limité. D'une part, elle était largement escomptée par les opérateurs, d'autre part, elle s'intègre dans un programme global comprenant des mesures de stimulation de l'économie ainsi que des dispositions susceptibles de provoquer un raffermissement du yen à terme.

Bénéficiant de son statut de valeur refuge ainsi que de taux d'intérêt élevés, en termes réels, le franc suisse est resté ferme vis-à-vis de toutes les monnaies à l'exception du yen. Une légère réduction des taux d'intérêt n'a que peu affecté la devise helvétique.

La couronne suédoise a progressé de 1,7% en termes de dollars EU mais a cédé 0,6% en moyenne vis-à-vis des monnaies du SME. Son taux de change effectif est pratiquement inchangé. Durant les mois de septembre

et d'octobre, les autorités monétaires suédoises ont dû faire face à d'importantes sorties liées notamment au remboursement d'emprunts privés en devises et à des paiements d'intérêt considérables sur la dette publique externe. Le 22 septembre, le taux pénalisateur pour les emprunts des banques au-delà de leur quota a été relevé de 11 à 12%.

La couronne norvégienne s'est appréciée de 1,8% en termes de dollars EU, bénéficiant notamment du paiement semi annuel, en octobre, des taxes pétrolières, de l'excédent de la balance des comptes courants et de la fermeté des taux du marché monétaire intérieur.

Le dollar canadien n'a presque pas varié par rapport au dollar américain et, de ce fait, il s'est déprécié de façon sensible par rapport à un certain nombre des principales devises d'Outre-Mer.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En septembre, les banques centrales ont effectué des ventes nettes pour un montant de 1,4 milliard de dollars se décomposant en 0,7 milliard de dollars d'achats bruts et 2,1 milliards de dollars de ventes brutes. Des ventes nettes s'inscrivent en diminution sensible par rapport à celles du mois d'août - 4,9 milliards de dollars - en liaison avec l'affaiblissement du dollar observé tout au long de septembre. Durant ce mois, les principaux vendeurs nets ont été la Banque de France, la Banca d'Italia, la Deutsche Bundesbank et la Sveriges Riksbank, tandis que les achats nets ont été réalisés essentiellement par la Bank of England, la Norges Bank et la Danmarks Nationalbank.

En octobre, les achats nets ont atteint un total de 0,6 milliard de dollars, se décomposant en 2,1 milliards de dollars d'achats bruts et 1,5 milliard de dollars de ventes brutes. Les principaux acheteurs nets ont été la Norges Bank, la Banque de France, la Nederlandsche Bank, la Deutsche Bundesbank et la Bank of England, tandis que les vendeurs nets ont été essentiellement la Sveriges Riksbank, la Banque du Japon et la Banca d'Italia.

b) Interventions en monnaies communautaires

En septembre, le montant brut des interventions en monnaies communautaires a porté sur l'équivalent de près de 1 milliard de dollars dont un peu moins de la moitié correspondait à des interventions de soutien du franc belge aux limites. Les interventions à l'intérieur des marges ont porté exclusivement sur le deutsche mark qui, en liaison avec son raffermissement progressif au sein du SME, a été davantage vendu qu'acheté.

En octobre, le montant brut des interventions a atteint l'équivalent de 1,4 milliard de dollars dont 0,3 milliard correspondait à des interventions obligatoires en faveur du franc belge. Pour le reste, il s'agit d'opérations d'achats et de ventes de marks à l'intérieur des marges par la Banque de France essentiellement.

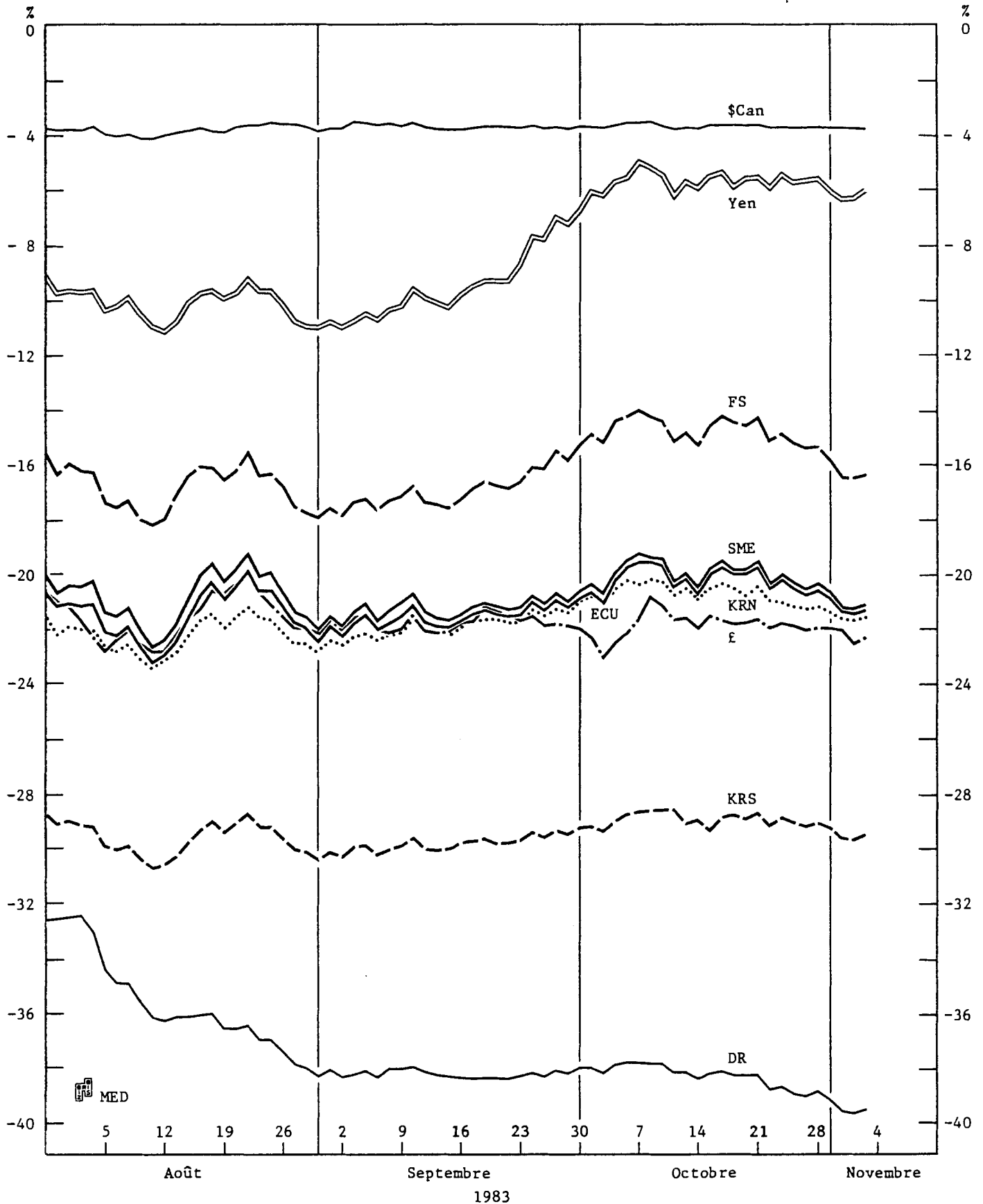
III. PREMIERS JOURS DE NOVEMBRE

Durant les premiers jours de novembre, le dollar EU a encore progressé sur la plupart des places, toujours soutenu par les tensions internationales ainsi que par la fermeté de ses taux d'intérêt.

Au sein du SME, la position des diverses monnaies est pratiquement inchangée. Le franc belge est resté à son plancher vis-à-vis du franc français et a atteint également la limite de 2,25% par rapport à la couronne danoise. Le mark allemand a fléchi légèrement malgré les interventions en sa faveur.

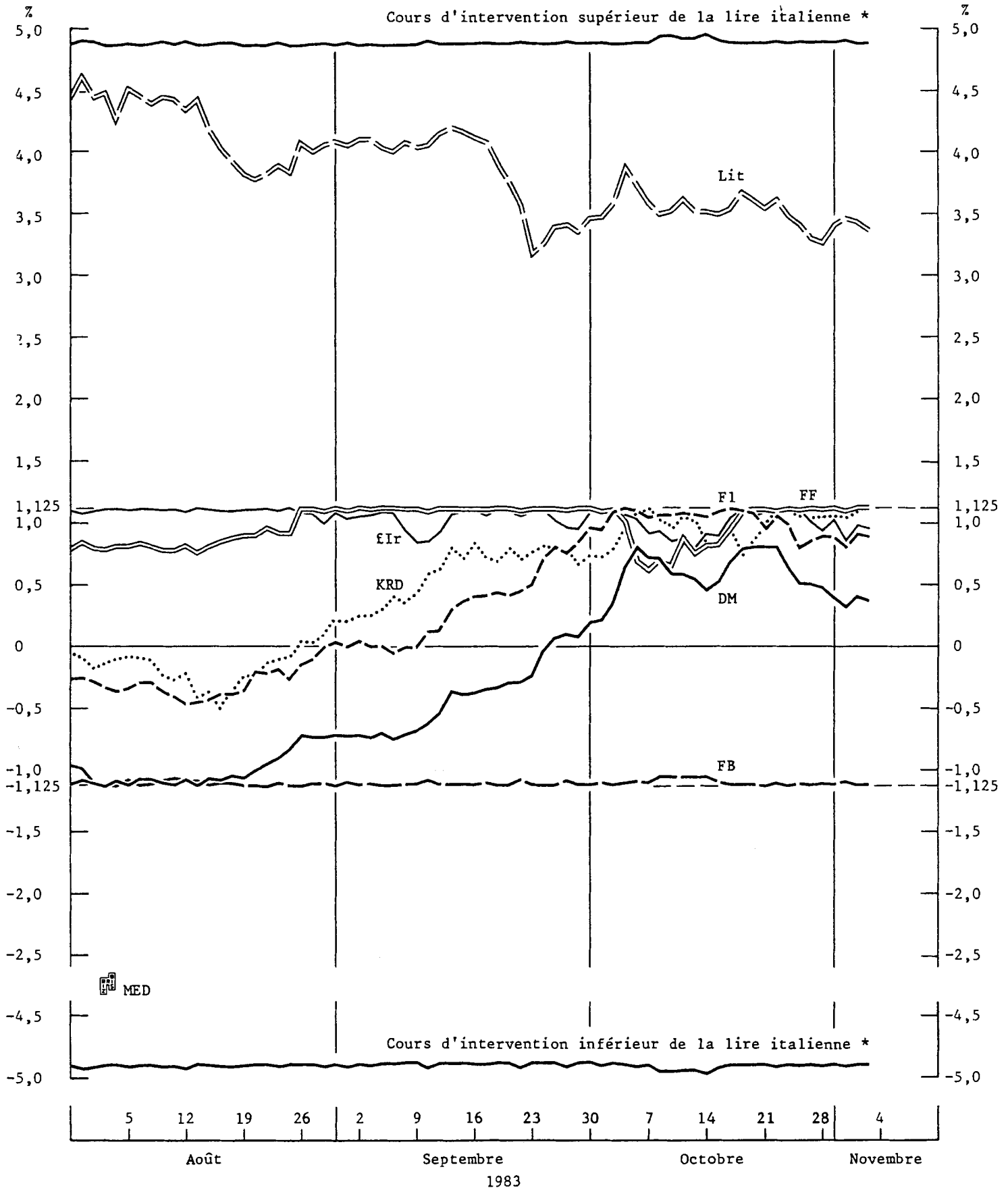
Des interventions ont été effectuées en dollars et en monnaies européennes.

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



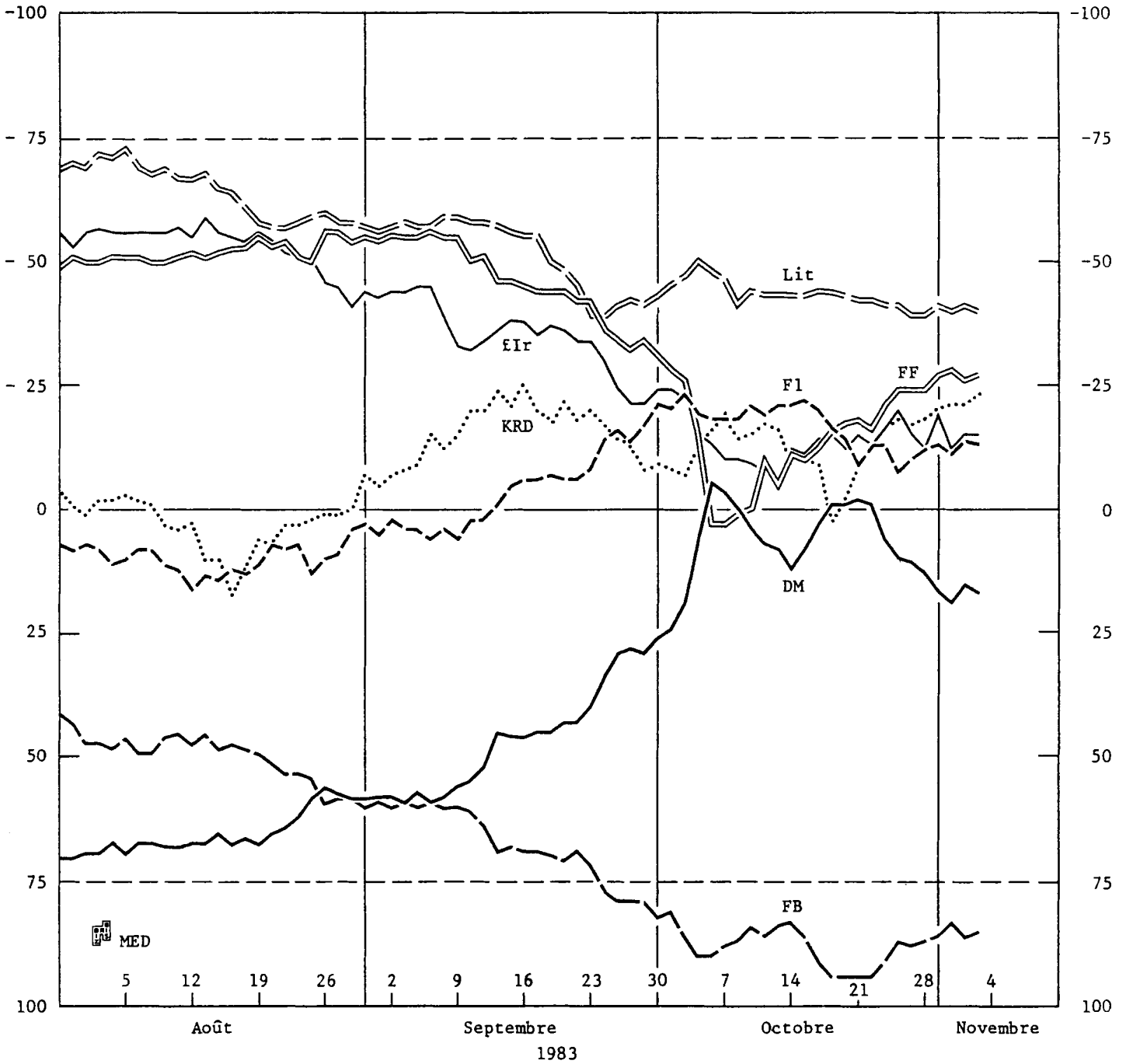
* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés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

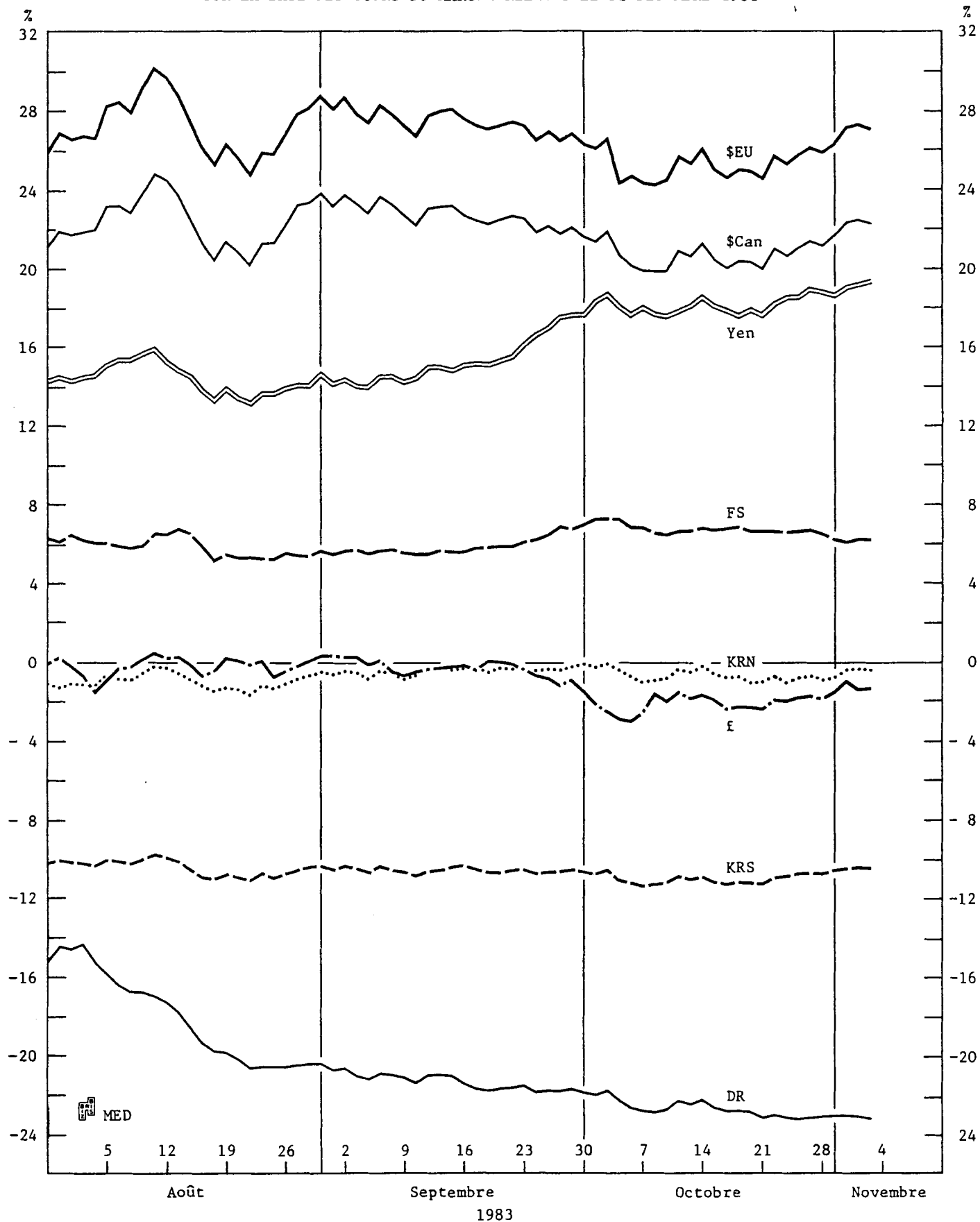
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

3 novembre 1983

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



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

3 novembre 1983