

PROCES-VERBAL \*

DE LA 188e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 10 JUILLET 1984 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Central Bank of Ireland et Président du Comité, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. Breen, Reynolds et Charleton; 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; M. Gleske, membre du Direktorium de la Deutsche Bundesbank, accompagné par MM. Rieke et Kloft; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalíkias, accompagné par MM. Papademos et Papanicolaou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; 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, Boot et Brockmeijer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; M. Ortoli, Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, accompagné par MM. Russo, Mingasson et Louw; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; M. Jaans, Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois. Assistent en outre MM. Dalgaard et Raymond, 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.

I. Approbation des procès-verbaux des 186e et 187e séances tenues respectivement le 8 mai et le 18 juin 1984

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif, le Comité approuve à l'unanimité

---

\* Texte définitif, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel, approuvé lors de la séance du 11 septembre 1984.

le procès-verbal de la 186e séance du 8 mai 1984 dont l'approbation avait été reportée à la séance de juillet. Le Comité approuve aussi le procès-verbal de la 187e séance du 18 juin 1984 dans la version du projet.

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 du mois de juin et des premiers jours de juillet 1984;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques.

M. Dalgaard commente brièvement le rapport annexé au procès-verbal.

A. Exposé de M. Breen

Le Comité des Suppléants a été informé par M. Dalgaard d'amendements mineurs de caractère rédactionnel que le "Groupe concertation" a proposés pour le rapport couvrant le mois de juin et les premiers jours de juillet. Le Comité des Suppléants n'a pas fait de commentaires particuliers sur le rapport lui-même mais une discussion s'est ouverte au sujet de la fermeté récente du franc français au sein du SME, fermeté qui a été en partie maîtrisée par les autorités françaises au moyen d'achats substantiels de deutsche marks. Il a été noté qu'un facteur fondamental, à savoir l'amélioration sensible de la balance des paiements courants française, apporte un soutien au franc français. Toutefois, la force de ce dernier dépend aussi de certains facteurs réversibles, étant donné qu'elle est liée à des afflux de capitaux à court terme, associés à des mouvements importants dans les "leads and lags", et aux taux d'intérêt sur le franc français qui sont favorables, surtout si on les compare aux taux d'intérêt allemands.

B. Discussion du Comité

M. de la Genière désire confirmer les propos de M. Breen sur l'évolution du franc français et ajouter quelques indications. La bonne

tendue de la monnaie française tient effectivement pour partie à des facteurs fondamentaux tels que la réduction du rythme d'inflation et du déficit de la balance des paiements courants. Le taux d'inflation en terme annuel est revenu de 9,5% fin 1983 à 7,8% fin mai 1984 et pourrait se situer aux environs de 7% à la fin de l'année. Ce taux est certes encore trop élevé par rapport à la bonne stabilité observée dans plusieurs pays européens mais la régularité de son repli est peut-être plus importante que son ampleur. La balance des paiements courants s'est nettement améliorée au cours des derniers mois du fait du redressement de la balance commerciale. Un excédent de plusieurs milliards de francs a été enregistré durant le 2e trimestre 1984, ramenant le déficit pour le premier semestre à moins de 10 milliards de francs. Ce résultat du 2e trimestre est probablement cependant influencé par des facteurs saisonniers favorables qui jouent notamment pour la balance touristique.

Un autre facteur moins fondamental a joué également en faveur du franc français; il s'agit du différentiel de taux d'intérêt entre l'Allemagne et la France, qui est de l'ordre de 5 points et demi à 6 points pour les taux à court terme. La situation relativement favorable du franc français a été mise à profit pour abaisser, dans une certaine mesure, les taux d'intervention de la Banque de France sur le marché monétaire. Depuis mai, celle-ci a réduit de 1/4 de point, à trois reprises, son taux, qui s'établissait à 11 1/4% début juillet. Cette action est toutefois limitée par deux considérations:

- d'une part, le niveau des taux d'intérêt américains qui est équivalent à celui des taux français, ce qui est anormal si l'on compare les performances des deux économies;
- d'autre part - et il s'agit d'un facteur probablement plus important et plus permanent - la volonté de contenir la croissance monétaire dans l'objectif de 6% fixé pour 1984. L'encadrement du crédit, qui est le moyen principal de contrôle de la masse monétaire, n'est plus du tout restrictif depuis le début de l'année par suite de la faiblesse de la demande de crédit. Cette faiblesse ne tient pas seulement à la stagnation de la production industrielle, mais est liée aussi au coût du crédit (12,5 à 13% pour les prêts à court terme aux entreprises). Si ce coût était

réduit notablement, la demande de crédit pourrait redémarrer et l'expansion monétaire dépasser l'objectif.

M. Leigh-Pemberton indique que les conditions sur le marché monétaire de Londres ont été parfois turbulentes en juin. La Bank of England a procédé à un ajustement technique des "dealing rates" qui a peut-être été mal interprété par le marché. En fait, la hausse des taux d'intérêt qui s'est produite a reflété essentiellement l'évolution aux Etats-Unis et ses répercussions sur la livre sterling. En juin, le cours de celle-ci a baissé de 2,5% en termes effectifs et de 5% à l'égard du dollar. Certains facteurs internes ont pesé sur le taux de change tels que la grève des mineurs, la faiblesse des prix du pétrole et les inquiétudes du marché quant à l'expansion du crédit et des agrégats monétaires. La production houillère représentant 1,5 à 2% du PNB total, la grève des mineurs réduira sans doute le PNB de 0,5% au 1er trimestre et de 1% au 2e trimestre 1984. Le conflit n'a pas cependant retenti lourdement sur le reste de l'économie; la demande d'énergie pourra être satisfaite et la croissance pour l'ensemble de l'année devrait se situer autour du chiffre de 3% prévu dans la stratégie à moyen terme. Malgré une grande vigueur des importations autres que les produits pétroliers, les recettes invisibles permettent aux comptes courants de rester excédentaires. Il n'existe pas de signes de reprise de l'inflation qui demeure stable au taux annuel de 5% depuis plus de six mois. La faiblesse de la livre pourrait néanmoins constituer un danger dans ce domaine et pourrait justifier une nouvelle hausse des taux d'intérêt qui ont déjà été poussés récemment au niveau de 11% pour le taux interbancaire à 3 mois. Une telle évolution est manifestement la conséquence de la vigueur exceptionnelle du dollar, étant donné que les effets de la grève des mineurs sont limités et que, dans l'ensemble, les données réelles de l'économie restent satisfaisantes.

M. Gleske présente quelques commentaires sur la situation en Allemagne. Les taux d'intérêt allemands sont restés très stables en dépit du relèvement du taux d'escompte et de l'évolution des taux américains. Sans la hausse de ces derniers, les taux à long terme auraient dû normalement baisser, étant donné la réduction des besoins de financement des différents budgets publics. Cette relative stabilité des taux d'intérêt allemands comporte un prix, sous la forme d'un nouvel affaiblissement du deutsche

mark vis-à-vis du dollar. Toutefois, sans négliger les conséquences dommageables à plus long terme d'une hausse continue de la monnaie américaine, les répercussions sur les prix internes sont restées jusqu'à présent extrêmement limitées. La situation dans ce domaine est en effet fort satisfaisante puisque l'indice du coût de la vie n'a progressé, en taux annuel, que de 1,5% au cours des six derniers mois.

Ainsi, une action sur les taux d'intérêt ne se justifiait pas par l'évolution des prix et pas davantage par l'évolution de la monnaie de banque centrale, qui augmente à un rythme légèrement inférieur à la médiane de la fourchette-objectif.

La faiblesse du deutsche mark à l'égard du dollar entraîne comme toujours certains effets au sein du SME. La monnaie allemande est restée en tête de la bande étroite, ce qui peut être également dû aux interventions faites par la Banque de France et la Banca d'Italia, interventions qui apparaissent appropriées et préférables à des achats de dollars, vu la force de ce dernier. L'évolution de la balance des paiements a pu aussi avoir une certaine influence sur le deutsche mark. En effet, après un déficit en avril, les comptes courants ont enregistré en mai un excédent de DM 2,8 milliards résultant de l'amélioration très sensible de la balance commerciale (+DM 5 milliards) due à la vive progression des exportations. Les mouvements de capitaux ont continué de se solder par des sorties, mais pour un montant limité de DM 1 milliard.

Le relèvement du taux d'escompte nécessite quelques explications sur l'objectif poursuivi par la Deutsche Bundesbank. Il ne s'agissait pas d'influencer les taux du marché monétaire, qui sont d'ailleurs restés inchangés, tant ceux à court terme (qui sont surtout sensibles au taux Lombard) que ceux à long terme, mais de répondre à deux motifs. En premier lieu, compte tenu de l'ampleur des besoins de liquidité des banques d'ici à la fin de l'année, la Deutsche Bundesbank a décidé de ne pas continuer à fournir sans limitation le crédit Lombard et a préféré fournir les liquidités nécessaires sur une base à plus long terme. Une fois écartées des possibilités, telles que la réduction des coefficients de réserve obligatoire, qui auraient pu être interprétées comme trop expansionnistes, la seule possibilité restant était un accroissement des contingents de réescompte. Toutefois, ces facilités supplémentaires ne pouvaient pas être accordées à un taux tout à fait déconnecté des taux du marché, qui aurait présenté un

élément de subvention patent. C'est pourquoi le taux d'escompte a été relevé d'un demi-point. Ce léger renchérissement ne devrait pas se répercuter sur les taux débiteurs des banques, étant donné la situation de celles-ci et la concurrence entre elles. Le taux d'escompte a été relevé aussi pour donner plus de souplesse et permettre à la Bundesbank de réagir de manière plus flexible s'il le fallait à l'avenir aux évolutions du marché monétaire.

Les conflits sociaux dans l'imprimerie et dans l'industrie métallurgique ont trouvé une solution dans un abaissement de la durée hebdomadaire moyenne du travail de 40 à 38,5 heures avec une grande souplesse d'application au niveau des entreprises. Compte tenu de l'augmentation modérée convenue pour les rémunérations (2,5 à 3%), l'alourdissement des coûts des entreprises pour l'année 1984 devrait être modéré. Ce n'est qu'à partir de 1985 qu'il faut s'attendre à une réduction sensible de la durée du travail dont les effets dépendront néanmoins de la manière dont les entreprises mettront à profit les possibilités d'utilisation plus souples des capacités de production. Les longues grèves ont néanmoins entraîné des pertes de production qui risquent de ramener de 3,5 à 2,5% la croissance du PNB pour 1984, malgré la reprise énergique qui pourrait se produire aux 3e et 4e trimestres, si l'on en juge notamment par les commandes reçues en mai dans l'industrie de transformation.

M. Lamfalussy pose deux questions à M. Gleske: une question technique sur la différence quant à l'impulsion de croissance des agrégats monétaires produite par une réduction des coefficients de réserve obligatoire et par une augmentation des plafonds de réescompte accompagnée d'un relèvement du taux; une question générale sur la possibilité d'effets plus durables des conflits sociaux en Allemagne (risque par exemple d'une cassure de la confiance dans l'expansion économique).

En réponse à la première question, M. Gleske précise que les coefficients de réserve étant très modiques, il existait, de l'avis de la plupart des observateurs, peu de marge pour les réduire. En outre, l'abaissement des coefficients d'une part revient à offrir des liquidités gratuites alors qu'avec le réescompte un taux doit être payé, d'autre part a un effet immédiat tandis que l'augmentation des plafonds est étalée dans le temps. Enfin, pour bien montrer que le relèvement du taux d'escompte ne signifiait pas une restriction de la liquidité, la Bundesbank a accru les liquidités

qu'elle offrait et a maintenu le taux pratiqué précédemment. En ce qui concerne la seconde question de M. Lamfalussy, M. Gleske précise qu'à son avis les effets sur les coûts des conflits sociaux peuvent être résorbés et que le reste dépendra de la manière avec laquelle les entreprises utiliseront la souplesse nouvelle des horaires hebdomadaires. Il est probable toutefois qu'à long terme les grèves du printemps auront des effets négatifs du fait que la confiance et la coopération entre le patronat et les syndicats ont été entamées.

Le Président présente quelques éléments sur la situation en Irlande. L'expansion du crédit au secteur privé est modérée: +0,6% entre mi-avril et mi-mai 1984 et +8,2% en terme annuel. La croissance de la masse monétaire est faible depuis le début de l'année. Les taux du marché monétaire sont restés stables en mai et juin, les taux à 3 mois se situant légèrement au-dessous de 12,5%. La Central Bank of Ireland a ramené son taux de 11,5 à 11%. Les prix à la consommation ont augmenté de 9,7% entre mai 1983 et mai 1984, ce qui signifie pour la première fois depuis longtemps un taux à un chiffre. La production et les exportations industrielles sont en forte croissance (+14% en volume pour les exportations au 2e trimestre). A côté de ces données favorables, un élément moins heureux est apparu. La révision des statistiques par l'office compétent a fait ressortir qu'en raison essentiellement de rapatriements de profits par des entreprises le déficit des comptes courants représente 6% du PNB au lieu de 3% dans le calcul précédent.

### III. Echange de vues sur l'évolution récente des finances publiques et implications pour la politique économique

#### A. Exposé de M. Raymond

Le groupe d'experts avait présenté en octobre 1981 et juin 1982 deux rapports spéciaux sur les finances publiques; en juin 1983 et cette année, il a remis aux Gouverneurs une mise à jour des statistiques contenues dans ces rapports spéciaux et une note de commentaires qui fait ressortir les quatre traits dominants suivants:

1. Les experts ont relevé que le total des dépenses publiques dans l'ensemble des pays de la CEE avait continué de croître plus vite que le PNB en 1983, bien que cette croissance se soit globalement ralentie par rapport à 1982. On a même assisté à une réduction du rapport dépense publique/produit national brut en Belgique, en Irlande et en Allemagne; en revanche, une augmentation notable a été enregistrée en Grèce, en Italie et à un moindre degré aux Pays-Bas. Cette expansion continue des dépenses publiques ne peut être imputée spécialement à la consommation publique qui demeure en général étale, sauf en Grèce et en Italie. Les transferts sociaux paraissent mieux maîtrisés. Mais les budgets supportent le poids croissant du service de la dette publique ou paiement des intérêts.

2. Le financement des dépenses publiques est un peu plus satisfaisant que les années précédentes. Nombre de pays ont accompli un effort sur les recettes fiscales et de sécurité sociale, de telle sorte que le taux global des prélèvements obligatoires a continué de s'alourdir. Les déficits ont évolué différemment selon les pays, se réduisant dans certains et augmentant dans d'autres. Leur couverture a été marquée par un recours accru des trésors publics au marché financier et un recours moindre au système bancaire ainsi que par des tentatives de consolidation de la dette publique.

3. La dette publique a atteint des niveaux préoccupants dans plusieurs Etats membres, par exemple de 90 à 115% du PNB en Belgique et en Irlande. Certes, on ne peut pas tirer d'enseignement particulier d'un rapprochement de la dette publique, qui est un stock, du PNB qui est un flux de transactions. Mais l'ampleur de la dette comporte des inconvénients maintes fois soulignés par les experts, à savoir les effets cumulatifs des paiements d'intérêts, le risque de perte de confiance des marchés, qui est de nature à faire inclure dans les taux d'intérêt réels une prime de risque.

4. La relative détérioration d'ensemble des finances publiques présente des inconvénients pour la reprise économique. On peut certes dire qu'aux Etats-Unis l'existence d'un déficit élevé n'a pas été un obstacle à la croissance mais la situation de l'Europe ne peut être assimilée de façon simple à celle des Etats-Unis pour au moins deux raisons évidentes.



La première est que du point de vue de l'économie elle-même, le rapport du déficit public au PNB est encore beaucoup plus élevé dans maints pays européens qu'aux Etats-Unis. Une seconde raison tient à ce que, dans ce dernier pays, la structure, le mode de financement et le comportement des entreprises est plus favorable qu'en Europe. La dégradation des finances publiques peut faire obstacle à une reprise d'une croissance régulière à travers deux mécanismes au moins: les différentes formes d'éviction de la dépense publique et le fait que le service de la dette dégrade les finances publiques sans produire des effets positifs sur le système productif, son investissement, son efficacité et sans comporter non plus de multiplicateur de dépense.

Le bilan des experts sur l'évolution des dépenses publiques est donc nuancé et conduit à la conclusion qu'il est nécessaire de redresser la situation. Les projections pour 1984, qui font l'objet d'une annexe à la note, font ressortir les intentions d'amélioration des gouvernements. Ces intentions se sont déjà manifestées un peu dans le mode de financement en 1983 et devraient entraîner une certaine réduction du déficit public dans divers pays en 1984. Toutefois, le rééquilibrage est trop souvent obtenu par une augmentation de la pression fiscale et non par une contraction des dépenses publiques.

#### B. Exposé de M. Breen

Les Suppléants ont eu une brève discussion de la note consacrée à l'évolution récente des finances publiques qui a été transmise à la fin de juin 1984. Ils partagent entièrement la conclusion du groupe d'experts, à savoir que l'état actuel des finances publiques est un des principaux obstacles à une croissance économique équilibrée. L'amélioration des finances publiques devrait prendre la forme en particulier d'une meilleure maîtrise des dépenses de sorte que la progression des dépenses nominales soit inférieure à la progression du PNB nominal. Il est important de mettre l'accent sur cette maîtrise des dépenses, étant donné que la fiscalité a déjà atteint des niveaux élevés. Cependant, les Suppléants ont observé que des évolutions politiques récentes comportent le risque d'un affaiblissement de la détermination des autorités à poursuivre des politiques d'ajustement.

Le Comité des Suppléants a relevé l'observation qui est faite au bas de la page 6 et au début de la page 7 du rapport, en version anglaise, sur la différence entre les expériences européenne et américaine quant à l'impact des déficits croissants du secteur public sur la reprise économique et le retour à une croissance durable. Tout en appuyant les remarques formulées à ce sujet dans la note des experts, les Suppléants ont estimé que d'autres facteurs jouent également un rôle. En particulier, la politique budgétaire des Etats-Unis est structurée différemment de celles des pays européens et tend à privilégier le secteur productif par des concessions fiscales. L'expérience américaine confirme que, même si le déficit budgétaire peut être important, l'essentiel réside dans la part des dépenses publiques dans le PNB nominal. En outre, le marché de l'emploi aux Etats-Unis semble être beaucoup plus souple, facilitant la réduction du chômage.

#### C. Discussion du Comité

Le Président se réfère au passage de la note des experts où il est indiqué qu'en Irlande l'endettement en monnaies étrangères a augmenté de 7% du PIB en 1983 mais que cette augmentation reflète en majeure partie l'incidence de la dépréciation de la livre irlandaise, notamment par rapport au dollar, sur l'évaluation de l'endettement en cours. Il ajoute que le niveau de l'ensemble de la dette publique et la part disproportionnée de l'endettement extérieur constituent une situation grave contre laquelle l'action des autorités n'a certainement pas été suffisante. Il est à noter cependant que les besoins d'emprunt du Trésor ont été maîtrisés et même réduits de près de 4 points, en 1983, ce qui est la contraction la plus forte de tous les pays de la CEE. Les premiers résultats de l'année montrent que ces besoins devraient à nouveau se réduire en 1984.

M. Ortoli partage les conclusions des experts et fait observer que depuis quelques années la prise de conscience des problèmes et des risques budgétaires est plus grande au sein de la Communauté. On reconnaît que l'ampleur des dépenses publiques par rapport au PNB, l'importance du déficit et le phénomène cumulatif de la dette publique et des taux d'intérêt constituent des éléments dangereux dans l'évolution présente et enlèvent

beaucoup de flexibilité pour l'avenir. Les débats sur la relance par le budget, que les Ministres des Finances avaient encore dans un passé pas très lointain, ont pratiquement disparu aujourd'hui. De légères améliorations peuvent encore être attendues en 1984 et 1985 dans le domaine des finances publiques et notamment dans le financement des soldes. Toutefois, dans plusieurs pays, on se heurte à des limites qui sont très largement politiques (relations à l'intérieur d'une coalition, relations avec les Parlements et volonté de ces derniers d'amender les propositions des gouvernements). Ces limites tiennent aussi au fait qu'une partie des problèmes suppose un programme et une action à moyen terme qui touchent en réalité aux réglementations régissant la vie de notre société et considérées généralement comme des acquis. Les prochaines étapes risquent donc d'être très difficiles dans certains pays. La combinaison de taux d'intérêt plus faibles et d'une croissance plus forte permettrait de soulager sensiblement les budgets mais il ne faudrait pas alors en profiter pour arrêter le processus d'assainissement.

M. de la Genière constate que, par suite des longs délais nécessaires pour changer la structure des dépenses publiques, leur évolution par rapport au PNB et leur mode de financement - dont le principal est l'impôt -, la note des experts confirme la description faite il y a un an avec l'observation supplémentaire, un peu désabusée, que dans beaucoup de pays la volonté des gouvernements d'améliorer la situation ne s'est généralement pas traduite dans les résultats de 1983. Dans certains pays, on ne voit pas de progrès dans ce qui est essentiel, à savoir l'évolution de la dépense publique. En effet, en matière de finances publiques, il importe de ne pas trop mettre l'accent sur les prélèvements obligatoires; on doit s'occuper de ceux-ci après la dépense publique et pas avant, comme les Etats-Unis en ont donné le mauvais exemple.

M. de la Genière se demande, comme l'an dernier, ce que les Gouverneurs devraient faire de la note des experts qui est très intéressante mais reste débattue entre personnages qui ne sont pas responsables des finances publiques. Pour des raisons diverses, il n'a pas été jugé opportun en juillet 1983 de transmettre aux Ministres des Finances la note précédente. Il serait souhaitable de revoir cette attitude et d'envisager de transmettre la note actuelle sous une forme appropriée.

M. Ciampi appuie la suggestion de M. de la Genière. Les Gouverneurs n'ont effectivement pas de compétence directe pour le budget mais les décisions prises dans ce domaine influencent fortement les politiques monétaires. Ainsi, en Italie, le financement de l'énorme déficit public rend la tâche de la banque centrale beaucoup plus difficile. Il est donc tout à fait opportun de porter à la connaissance des Ministres des Finances la note des experts sous une forme convenable et en expliquant que les Gouverneurs la transmettent vu l'importance pour les politiques monétaires de l'évolution des finances publiques. M. Ciampi ajoute qu'il vient d'écrire à son Ministre pour lui exprimer son inquiétude au sujet des besoins d'emprunt du Trésor.

M. Leigh-Pemberton signale qu'au Royaume-Uni la réduction progressive du besoin d'emprunt des administrations publiques par rapport au PNB fait partie intégrante de la stratégie à moyen terme couvrant 5 années. On peut fixer des objectifs de ce genre mais on n'est pas assuré de les atteindre, ce qui a pratiquement eu lieu lors de l'exercice passé finissant en mars 1984 dont le résultat en proportion du PNB n'a pas été inférieur à celui de l'exercice précédent. Le gouvernement a fait preuve, l'été dernier, de sa volonté de prendre des mesures de réduction des dépenses publiques quand les prévisions pour l'année en cours ont fait apparaître une aggravation du besoin d'emprunt par rapport aux objectifs fixés dans le budget. Par ailleurs, comme il est indiqué dans l'annexe à la note des experts, le gouvernement britannique a fait un effort très positif d'information du public en publiant un "Green Paper" qui présente les perspectives à plus long terme des finances publiques pour les dix ans à venir, à la lumière notamment des projections économiques et des tendances démographiques.

M. Duisenberg indique que la présentation des chiffres sur le déficit public des Pays-Bas fait probablement apparaître des progrès un peu plus modestes qu'en réalité, étant donné que certaines dépenses précédemment hors budget ont été réincorporées dans ce dernier. Il se déclare favorable à la suggestion de M. de la Genière de transmettre la note aux Ministres des Finances en attirant en particulier leur attention sur le caractère bien modeste des améliorations enregistrées jusqu'à présent et sur l'opportunité de maintenir une orientation ferme à la politique budgétaire. En effet, la reprise conjoncturelle dans la plupart des pays de la CEE a des effets bénéfiques sur les finances publiques mais les efforts restent nécessaires pour corriger les déséquilibres structurels.

M. Gleske indique qu'en Allemagne le projet de budget pour 1985 vient d'être approuvé; comme en 1984 et 1983, il fait ressortir une progression des dépenses (+3%) moindre que celle du PNB réel. La part des dépenses publiques dans le PNB est en réduction lente mais certaine et, pour la première fois, elle sera inférieure à 50% pour l'ensemble des administrations publiques. Ce résultat sera obtenu grâce notamment à l'absence d'augmentation des rémunérations des fonctionnaires et à des compressions d'effectifs dans certains "Länder". Les dégrèvements fiscaux envisagés pour un montant de DM 20 milliards seraient opérés en deux temps: tout d'abord en 1986 et ensuite en 1988 lorsque la réduction des dépenses publiques fournira la marge nécessaire pour diminuer sans danger les recettes.

M. Gleske appuie vivement la suggestion de M. de la Genière de transmettre aux Ministres des Finances la note sur les finances publiques. Même si les banques centrales n'ont pas de compétence spécifique dans ce domaine, il est indéniable que la politique budgétaire et financière des pouvoirs publics a des répercussions directes sur la politique monétaire. Ainsi, en Allemagne, la modération relative des taux d'intérêt est liée en partie à l'assainissement en cours des finances publiques.

M. Hoffmeyer marque son accord avec la transmission de la note sur les finances publiques aux Ministres des Finances. Cette question pourrait éventuellement être mise à l'ordre du jour de la réunion officielle des Ministres et Gouverneurs les 15 et 16 septembre en Irlande; la note pourrait figurer aux dossiers des participants et le Président du Comité pourrait en faire une présentation.

M. Ortoli ne croit pas qu'on puisse mettre ce point à l'ordre du jour, étant donné la brièveté de la réunion informelle et le nombre des sujets déjà retenus pour les discussions.

M. Lamfalussy se demande pourquoi la note des experts et l'exposé de M. Raymond n'ont pas fait allusion à la distinction entre le déficit structurel et le déficit conjoncturel. Cette distinction soulève des objections de fond et des difficultés statistiques mais elle est courante aux Etats-Unis et dans les travaux de l'OCDE.

M. Chalikias exprime quelques réserves à l'égard de la transmission de la note sur les finances publiques aux Ministres des Finances. Les Gouverneurs n'ont pas de compétence directe dans ce domaine et certains politiciens

pourraient être tentés d'exploiter la situation relativement plus favorable de leur pays, comparée à celle d'autres. Un meilleur contrôle des dépenses publiques reste certainement nécessaire mais, en Grèce, le problème porte essentiellement sur les recettes fiscales; celles-ci n'ont augmenté que très faiblement au cours des années 1970. L'augmentation a été beaucoup plus forte au cours des deux dernières années; à l'heure actuelle, le problème n'est pas de modifier les taux d'imposition, mais d'élargir l'assiette fiscale et de combattre la fraude et l'évasion fiscales.

Le Président constate un consensus assez général en faveur de la transmission aux Ministres des Finances de la note sur les finances publiques, moyennant une introduction et peut-être quelques légères corrections de forme. Cette transmission pourrait se faire soit directement aux Ministres avec une lettre de couverture, soit indirectement à travers le Comité monétaire où les Trésors sont représentés, les Gouverneurs restant libres d'utiliser individuellement la note dans leurs relations avec leur propre Ministre.

M. Ciampi préfère un envoi direct aux Ministres des Finances.

M. de la Genière est du même avis. Il estime que, moyennant quelques précautions nécessaires, le message des Gouverneurs doit être adressé aux responsables, c'est-à-dire aux Ministres.

Le Président constate que le Comité est d'accord pour transmettre la note sur les finances publiques directement aux Ministres des Finances. En vue de cette diffusion, le Secrétariat ouvrira une procédure écrite pour recueillir les changements que les Gouverneurs souhaiteraient apporter au texte et pour mettre au point une lettre de transmission du Président du Comité, qui accompagnera la note.

En réponse à la question posée par M. Lamfalussy, M. Raymond précise que le groupe d'experts ne s'est pas penché sur la distinction dans les déficits publics entre l'élément conjoncturel et l'élément structurel. Les experts ont considéré que cette distinction a été examinée de façon très scientifique par d'autres, spécialement par l'OCDE, et surtout ils ont de grandes réserves sur l'intérêt et la validité d'une telle distinction. Les banques centrales sont placées devant des déficits publics qui, structurels ou conjoncturels, doivent être financés et ont un impact sur la création monétaire, les taux d'intérêt et la politique monétaire dans son ensemble. Cet impact est lié à la dimension des dépenses publiques et de la dette

publique, indépendamment de la nature structurelle ou conjoncturelle de ces facteurs. En outre, la distinction paraît académique, car pour supprimer le déficit conjoncturel, il faudrait revenir à une situation proche du plein emploi, ce qui semble guère probable dans les prochaines années. De ce fait, même si on pouvait qualifier les déficits actuels de conjoncturels, ils ne pourraient être éliminés que par des mesures structurelles visant par exemple à modifier l'assiette ou le pourcentage des prélèvements fiscaux ou à modifier la nature des dépenses publiques. Enfin, le message des Gouverneurs aux Ministres risquerait d'être affaibli si on indiquait trop clairement que les déficits publics sont seulement ou essentiellement conjoncturels.

M. Lamfalussy reconnaît la validité de l'argumentation de M. Raymond et des experts mais, rejoignant la remarque de M. Duisenberg, considère que la reprise conjoncturelle dans les pays de la CEE sera certainement suffisante pour entraîner une amélioration de la situation budgétaire dans la plupart des Etats membres; or, ces progrès risquent de donner une fausse impression d'une amélioration fondamentale de l'état des finances publiques.

M. Ortoli indique que, lors du Conseil ECOFIN tenue à Bruxelles, hier, c'est-à-dire le 9 juillet 1984, il a exposé des vues analogues à celles de M. Duisenberg. Sans entrer dans la distinction entre déficits structurels ou conjoncturels, il est évident que dans plusieurs pays certains éléments du budget, notamment la dette publique et les paiements des intérêts, s'accroissent de façon irrépressible. Les autorités ne contrôlent plus la dépense publique et il n'existe plus une structure du budget permettant d'avoir une influence sur l'économie. Il apparaît donc important d'attirer l'attention des Ministres sur la persistance de tendances à moyen terme qui sont dangereuses. M. Ortoli ajoute que, si les Gouverneurs transmettent leur message, il envisage d'envoyer lui-même une lettre personnelle aux Ministres indiquant qu'après la discussion au Conseil ECOFIN les Gouverneurs ont eu un débat sur ce sujet des finances publiques au cours duquel ils ont exprimé les mêmes avis et inquiétudes que ceux que M. Ortoli a lui-même présentés au Conseil.

Le Président note que la discussion des Gouverneurs a atteint un point final; elle a permis de dégager des considérations intéressantes et des inquiétudes qui seront donc portées à l'attention des Ministres.

IV. Echange de vues sur les possibilités de renforcement du SME sur la base des résultats préliminaires des études entreprises par les experts et les Suppléants

Le Président rappelle que c'est à la suite de la réunion informelle des Ministres des Finances et Gouverneurs de la CEE de mai 1984 que des travaux ont été entrepris sur les possibilités de renforcer le SME.

A. Exposé de M. Breen

Le Comité des Suppléants a eu un long débat sur le rapport préparé par le "Groupe Dalgaard" sur les possibilités de renforcement du SME. Ce rapport, qui avait été demandé par le Comité des Suppléants en mai, couvre trois sujets principaux:

- les possibilités d'améliorer l'utilisation de l'Ecu dans les transactions intracommunautaires entre banques centrales de la CEE;
- l'extension possible à d'autres banques centrales du cercle des utilisateurs de l'Ecu officiel;
- les avantages de la participation de la livre sterling au mécanisme de change du SME et les possibilités d'une réduction progressive de la marge de fluctuation élargie de la lire italienne.

Il a été noté, toutefois, que ces sujets faisaient partie d'un ensemble plus large de questions dont certaines sont actuellement examinées par le Comité monétaire, comme par exemple la libéralisation des mouvements de capitaux. Ces questions, en partie ou en totalité, seront prises en considération par les Ministres des Finances et les Gouverneurs de la CEE lors de leur réunion informelle de la mi-septembre.

1. La majeure partie de la discussion des Suppléants a été consacrée au premier sujet mentionné, à savoir les possibilités d'améliorer l'utilisation de l'Ecu. Il a été relevé que l'équilibre délicat établi entre les pays débiteurs et les pays créditeurs dans les arrangements actuels du SME devrait être maintenu après tout amendement. Les points considérés par les Suppléants sont les suivants:



- la suppression de la limite d'acceptabilité de 50% appliquée à l'Ecu;
- l'introduction d'un plafond d'accumulation afin de réduire le risque d'accumulation excessive d'Ecus par des banques centrales créditrices;
- un système de mobilisation pour les positions créditrices nettes en Ecus;
- l'introduction d'un taux d'intérêt lié à ceux du marché pour la rémunération des positions nettes en Ecus.

Les Suppléants ont souligné que le fonctionnement satisfaisant du système actuel doit davantage à la coopération étroite entre banques centrales qu'aux règles. Certains Suppléants ont estimé qu'une combinaison équilibrée des éléments mentionnés ci-dessus renforcerait le statut de l'Ecu et améliorerait son utilisation. D'autres sont d'avis que le remplacement de la limite d'acceptation de 50% par un système de plafonds d'accumulation individuels soulèverait un certain nombre de problèmes. En premier lieu, différentes méthodes sont envisageables pour fixer les plafonds d'accumulation et aucune d'elles n'a recueilli un accord général. En second lieu, le fonctionnement d'un système de plafonds d'accumulation pourrait conduire à des règles complexes pour redistribuer les avoirs nets en Ecus au-delà des plafonds. Enfin, ceux-ci pourraient comporter le risque pour les débiteurs d'être traités inégalement lorsqu'ils souhaiteraient utiliser leurs avoirs en Ecus, et que, dans certaines circonstances, ils voient la possibilité d'utiliser leurs Ecus réduite par rapport au régime actuel.

L'idée a été aussi exprimée que l'abolition de la limite d'acceptation de 50% ne conduirait à une utilisation de l'Ecu véritablement plus large que si l'Ecu pouvait être utilisé pour le règlement des interventions intramarginales.

La plupart des Suppléants n'envisage pas de difficultés pour améliorer la rémunération actuelle des positions nettes en Ecus.

Les Suppléants ont l'intention de continuer leurs travaux sur les améliorations possibles de l'utilisation de l'Ecu.

2. Le rapport que les Suppléants envisagent de soumettre aux Gouverneurs pour leur séance du 11 septembre couvrira donc essentiellement le point "utilisation de l'Ecu" et, en outre:

- l'extension possible de l'utilisation de l'Ecu officiel à des banques centrales hors de la CEE;
- les avantages possibles qui résulteraient pour le SME de la participation de la livre sterling au mécanisme de change;
- les possibilités d'une réduction progressive de la marge de fluctuation élargie de la lire italienne.

#### B. Discussion du Comité

Le Président souligne que la discussion de fond sur le SME aura lieu lors de la séance du Comité du 11 septembre; toutefois, si certains Gouverneurs souhaitent à ce stade exprimer certaines considérations ou orientations, les travaux de l'été ne pourraient qu'en bénéficier.

M. de la Genière observe que, sur la base des travaux que les experts ont menés depuis près de deux mois, il est possible de prendre déjà quelques orientations. Certes, des vues divergentes peuvent exister sur les propositions avancées, et il n'est certainement plus envisageable d'arrêter aujourd'hui une position, étant donné l'heure et l'absence de certains Gouverneurs. Il conviendra toutefois de prendre une position définitive en septembre, afin que, lors de la réunion informelle de la mi-septembre, les Gouverneurs soient en mesure d'indiquer aux Ministres ce qu'ils sont prêts à faire ou à ne pas faire dans les domaines de compétence des banques centrales. Pour les domaines relevant des Ministres, ceux-ci pourraient exprimer, alors, leurs orientations ou souhaits.

L'expérience des cinq années écoulées a montré que le SME a bien fonctionné et que les mécanismes de change et de crédit ont joué correctement leur rôle, même dans les périodes de tension extrême. Il est donc logique de ne pas envisager de modifier ces mécanismes. En revanche, l'expérience a fait apparaître des problèmes concernant l'Ecu qui, sans être majeurs pour le SME, justifieraient quelques améliorations. Les banques centrales de la CEE n'ont manifestement pas envie d'accumuler des Ecus au-delà de leurs allocations initiales; il y a à cela deux raisons principales: la première est que les Ecus

détenus ne peuvent pas être utilisés directement pour des interventions sur le marché des changes; la seconde raison tient à sa rémunération trop faible. Les propositions examinées par les Suppléants constituent un ensemble cohérent avec des options qui, sans apporter des changements considérables, permettraient de faciliter l'utilisation de l'Ecu et sa circulation entre les banques centrales.

Se référant aux propositions et aux alternatives qui sont présentées dans le Rapport No 52 des experts, M. de la Genière exprime ses préférences comme suit:

- suppression de la limite d'acceptation de 50%, appliquée aux règlements en Ecus, avec corrélativement l'institution de plafonds d'accumulation individuels pour les Ecus;
- plafonds d'accumulation simples et relativement élevés (trois fois les quotas créditeurs du soutien monétaire à court terme) afin d'éviter que, dans certaines circonstances, des débiteurs ne soient pas en mesure de régler à 100% en Ecus;
- possibilité, pour le créateur, de redistribuer entre les autres banques centrales et en proportion de leur marge non utilisée dans les plafonds, les Ecus reçus au-delà du plafond;
- possibilité de mobiliser auprès du FECOM les Ecus accumulés à l'intérieur des plafonds;
- amélioration de la rémunération des positions nettes en Ecus;
- possibilité pour le FECOM d'ouvrir des comptes en Ecus à des banques centrales de pays tiers mais proches de la CEE qui auraient acquis des Ecus sous forme de swaps avec des banques centrales de la CEE.

M. Duisenberg indique tout d'abord qu'il ne voit aucune difficulté à améliorer la rémunération de l'Ecu et se concentre ensuite sur les considérations et les propositions contenues dans le rapport des experts. Ce rapport présente des opinions unanimes qui sont intéressantes, comme par exemple: la qualité de la coopération est tout aussi importante que les règles et l'expérience des cinq dernières années est encourageante à cet égard, le système actuel a fonctionné de manière satisfaisante, les règles existantes en matière d'utilisation de l'Ecu représentent un équilibre délicat, entre différents éléments, qui devrait être préservé dans l'hypothèse d'une modification. La limite d'acceptation de 50% a des avantages

importants, le débiteur est toujours certain de pouvoir utiliser des Ecus en règlement, à due concurrence d'autres actifs de réserve, tandis que le créancier peut accumuler des Ecus mais reçoit en même temps d'autres actifs. Ce système est simple, comporte un élément de stabilisation et tend à assurer une certaine harmonisation de la composition des réserves des pays de la CEE. Un système de plafonds d'accumulation apparaît plus compliqué et pose notamment des problèmes sérieux pour les règlements à faire lorsque le créancier a atteint son plafond. En effet, une redistribution automatique forcerait les autres banques centrales à changer la composition de leurs réserves, alors que des possibilités d'exemption de la redistribution impliqueraient que le FECOM établisse un plan de désignation sur le modèle du FMI. Ce serait là un glissement important mais peu opportun vers un FMI européen. En outre, si l'on adoptait des plafonds d'accumulation assez bas pour qu'ils puissent être opérationnels, il y aurait une pression permanente pour les relever.

Les Suppléants devraient donc continuer leurs travaux pour clarifier en particulier la portée et les conséquences du plafond d'accumulation.

M. Leigh-Pemberton considère qu'il existe des divergences assez importantes entre les Gouverneurs en ce qui concerne les choix. Les variantes proposées sont nombreuses et ne sont pas encore assez affinées. Les Suppléants devraient donc poursuivre leurs études en examinant en particulier les conséquences et les implications des propositions faites par les experts et des orientations présentées par M. de la Genière. Les Gouverneurs pourraient alors mieux traiter ce dossier en septembre.

M. Magnifico indique que la Banca d'Italia est par principe favorable au renforcement du SME au moyen d'une amélioration de l'utilisation de l'Ecu. Il ne semble pas évident toutefois que le remplacement de la limite d'acceptation de 50% par un plafond d'accumulation constitue un progrès; il faudrait pouvoir supprimer la limite sans en introduire une autre. L'amélioration de la rémunération de l'Ecu est importante si l'on veut que cet instrument ait un statut plus réaliste et que son utilisation soit élargie à des banques centrales non membres de la CEE.

La réduction de la marge de fluctuation élargie de la lire n'est pas à exclure mais elle suppose des progrès encore considérables sur le plan de

la stabilisation interne en Italie, et elle devrait être considérée dans un cadre plus vaste englobant le renforcement du SME, avec la participation de la livre sterling au mécanisme de change, et des progrès dans l'intégration financière.

M. Godeaux estime convenable la procédure suggérée par les Suppléants pour les travaux d'ici septembre. Sur le fond, il n'est pas certain que les petits pas qui sont envisagés conduisent dans la bonne direction. Le rapport des experts et M. Duisenberg ont parfaitement raison de souligner l'équilibre délicat du système actuel et les risques de remplacer celui-ci par un système compliqué et inconnu. Sans avoir fait à ce stade une évaluation complète et définitive de l'ensemble des mesures proposées, M. Godeaux exprime des doutes sur leur mérite et observe que les références faites au DTS et aux responsabilités de désignation que le FECOM pourrait avoir paraissent aller au-delà de quelques aspects techniques.

M. Hoffmeyer partage les remarques formulées par M. Duisenberg et se déclare favorable à une amélioration de l'utilisation de l'Ecu, amélioration qui devrait résulter d'un accroissement de la rémunération. Pour le reste, il semble inutile de remplacer les règles simples actuelles par de nouvelles dispositions complexes et, vu les difficultés des mécanismes de redistribution et de mobilisation qui sont proposés, on pourrait se contenter pour l'instant d'un léger relèvement de 50 à 60% de la limite d'acceptation des Ecus.

M. Gleske souligne, comme M. Duisenberg, les passages du Rapport No 52 qui constatent que le SME a fonctionné de manière satisfaisante du fait que les règles existantes ont été appliquées de façon très pragmatique et dans un esprit de bonne coopération. Il rappelle que la limite de 50% imposée aux règlements en Ecus correspondait à l'origine au voeu allemand de protéger le créancier contre une accumulation excessive d'un instrument à usage limité. La Deutsche Bundesbank est cependant ouverte à toute autre solution qui maintiendrait le même équilibre et aurait la même vocation. Selon les travaux des experts, si une formule de remplacement était mise en place, elle serait sans doute plus compliquée que les dispositions actuelles et il faudrait arbitrer cet inconvénient contre l'avantage d'une plus large utilisation des Ecus dans les règlements. Les Suppléants devraient approfondir et clarifier les questions; il faudrait probablement, par exemple, prévoir

des règles précises ou même automatiques dans le cas où le plafond d'accumulation d'Ecus serait atteint et qu'un débiteur resterait encore tenu de faire des règlements. Par ailleurs, il apparaît très improbable que le Conseil de la Bundesbank accepte, à la fois, un plafond d'accumulation égal à trois fois la quote-part créditrice du soutien monétaire à court terme et la possibilité de régler à 100% en Ecus les dettes dans le SME.

En ce qui concerne la rémunération de l'Ecu, la formule actuelle fondée sur les taux d'escompte est complètement dépassée; elle devrait être remplacée par une formule se rapprochant des données du marché.

M. Ortoli est d'avis que le SME, qui a mieux réussi que beaucoup ne le pensaient, a eu deux grands mérites: d'une part, maintenir des relations de change qui sont les seules au monde, dans un cadre différencié, à être à peu près en ligne avec les données économiques fondamentales; d'autre part, éviter la rupture du marché commun qu'aurait entraîné un flottement désordonné. En conséquence, toute amélioration, même limitée, serait une preuve supplémentaire d'engagement commun et de confiance dans le système. Comme il y a deux ou trois ans, lorsque délibérément elle n'a pas proposé de pas institutionnel, la Commission ne manifeste pas actuellement un extrémisme actif; elle est néanmoins très favorable à la recherche de progrès limités tournant autour de l'idée de l'utilisation plus large de l'Ecu. Si l'aspect rémunération est important à cet égard, il n'est pas le seul. Le remplacement des limitations actuelles par une nouvelle, sous la forme de plafonds d'accumulation, n'est pas nécessairement mauvais. C'est très largement une question de niveau du plafond; si celui-ci est raisonnablement élevé, la crainte de mécanismes compliqués s'éloigne considérablement et l'éventuelle redistribution au-delà du plafond devrait être aussi simple que possible. A ce sujet, le rôle que pourrait jouer le FECOM ne devrait pas soulever d'arguments institutionnels car le Fonds européen n'a jamais été créé pour être simplement un compte.

M. Ortoli admet qu'il y ait un travail technique complémentaire à faire pour clarifier en particulier la portée et les conséquences de différentes formules et d'éventuelles modifications. Il estime toutefois souhaitable que, lors de la réunion informelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs les 15 et 16 septembre 1984, le Comité puisse présenter plus qu'un "progress report", et indique les points sur lesquels un accord est possible et les points sur lesquels des décisions resteraient, le cas échéant, à prendre.

Le Président constate que le Comité a eu une assez large discussion au cours de laquelle certaines indications et orientations ont été données par les uns et les autres à l'intention des Suppléants. Le Comité reprendra ce dossier à sa séance du 11 septembre afin de dégager une prise de position plus élaborée destinée à la réunion informelle des 15 et 16 septembre. En vue de ces discussions du 11 septembre, les Suppléants prépareront un rapport définitif en s'attachant en particulier à identifier et à préciser les éléments positifs contenus dans les idées qu'ils ont présentées aujourd'hui. Quelques idées paraissent recueillir dès à présent un certain soutien et il ne semble pas exister d'attitude braquée. Sans être assuré que les Gouverneurs puissent présenter en septembre une position définitive quant à l'adoption de mesures spécifiques, le Comité pourrait au moins manifester une disponibilité et une volonté de poursuivre et d'approfondir l'examen de certaines idées précises.

M. de la Genière suggère que, si les Gouverneurs traitent à nouveau la question du SME à leur séance du 11 septembre, cette question soit prise au point II de l'ordre du jour, juste après l'approbation du procès-verbal.

Le Président indique que cette suggestion pourra être effectivement retenue.

#### V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

#### VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 11 septembre 1984 à partir de 10 heures.

\* \* \*

Avant de clore la séance, le Président tient à féliciter, au nom du Comité, M. Godeaux pour sa nomination au poste de Président de la BRI et de Président de son Conseil d'administration. Les Gouverneurs souhaitent à leur collègue beaucoup de succès dans ses nouvelles fonctions.

Le Président ajoute que M. G. Lefort participe pour la dernière fois à une séance du Comité; il lui exprime la reconnaissance et l'appréciation des Gouverneurs pour sa contribution très précieuse pendant de longues années aux travaux du Comité des Gouverneurs et du Comité des Suppléants, et lui présente les meilleurs voeux du Comité pour une retraite heureuse et active.



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

---

JUIN 1984

---

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation\*, ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de juin et les premiers jours de juillet 1984.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juin, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisée par les développements suivants:

- l'écart de taux d'intérêt favorable au dollar s'est élargi, malgré un léger accroissement des taux européens, qui s'est traduit également en fin de mois par une augmentation du taux d'escompte de quelques banques centrales;
- dans ce contexte de raffermissement des taux d'intérêt sur le dollar et de l'attente de relèvements ultérieurs, le dollar EU s'est de nouveau apprécié par rapport à toutes les grandes monnaies, enregistrant d'amples fluctuations qui lui ont parfois fait dépasser son cours du mois de mai et l'ont porté dans certains cas à de nouveaux maximums historiques;

---

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

- au sein du SME, l'évolution des cours n'a été affectée par aucune tension, bien que des interventions intramarginales en DM aient de nouveau eu lieu;
- la livre sterling, le franc suisse et le yen japonais ont été plus touchés par la vigueur du dollar que les monnaies faisant partie du mécanisme de change du SME.

Après un nouveau fléchissement prononcé au début de juin, le dollar EU s'est raffermi de manière presque continue tout le reste du mois, pour atteindre ou dépasser ses niveaux de début mai. Les préoccupations au sujet de banques américaines se sont apaisées et les anticipations d'une injection substantielle de liquidités de la part de la Réserve fédérale pour calmer les marchés du crédit ont progressivement disparu. En revanche, des indications d'une croissance plus forte que prévu de l'activité économique, soulignées notamment par l'estimation provisoire d'une progression de 5,7% du PNB au deuxième trimestre, ont fait redouter que la Réserve fédérale ne soit amenée rapidement à resserrer la politique monétaire. Etant donné la hausse saisonnière habituelle des taux d'intérêt à court terme à l'approche de l'échéance semestrielle, ces perspectives ont fait monter le dollar. A la fin de juin, celui-ci avait progressé de près de 2% par rapport aux monnaies du SME et d'un pourcentage supérieur vis-à-vis des autres monnaies européennes et du yen.

Au sein du SME, la situation a continué d'être caractérisée par une évolution calme et exempte de tensions. La largeur de la bande de fluctuation étroite s'est située la plupart du temps entre 1,6 et 1,9%, ce qui est proche de la situation enregistrée durant le mois de mai.

La position du deutsche mark a été déterminée comme d'habitude en grande partie par l'évolution du cours du dollar. Jusqu'au milieu du mois, le deutsche mark a continué d'occuper la première place dans la bande étroite du SME, qu'il a partagée ensuite pendant un certain temps avec le florin néerlandais. Le fait que, pour l'ensemble du mois de juin, la situation ne se soit cependant guère modifiée s'explique certainement, non seulement par des achats notables de DM à l'intérieur des marges par d'autres banques centrales participantes et des cessions de dollars contre deutsche marks, mais également par l'accord salarial réalisé dans l'industrie métallurgique et les résultats favorables de la balance commerciale et des paiements courants de l'Allemagne en mai. La décision du Conseil de banque centrale

de la Deutsche Bundesbank de relever le taux d'escompte d'un demi-point, à 4,5%, n'a exercé, en revanche, aucun effet sensible sur le cours de change du deutsche mark, d'autant plus que cette décision s'est accompagnée de mesures compensatoires concernant la mise à disposition de liquidités.

La bonne tenue du franc français s'est confirmée. Les transactions en devises des résidents ont été dans l'ensemble équilibrées, tandis que les non-résidents procédaient de nouveau à des achats de francs. Ces achats n'ont pu qu'être encouragés par l'annonce d'un ralentissement de l'inflation et de la réapparition d'un excédent commercial.

Tout en restant la monnaie la plus faible, le franc belge a pu améliorer sa position dans la grille des parités. A un mois d'intervalle, la décote vis-à-vis de la monnaie la plus forte dans la bande de fluctuation étroite s'est réduite de 1,80 à 1,60%. La Banque Nationale de Belgique s'est abstenue de toute intervention.

Le florin néerlandais s'est maintenu au voisinage du deutsche mark au sommet de la bande du SME. La publication d'un excédent substantiel de la balance des paiements courants au premier trimestre et la dissipation du risque d'une crise gouvernementale au sujet de l'installation de missiles nucléaires aux Pays-Bas n'ont pas eu d'influence durable sur le cours du florin.

La couronne danoise et la livre irlandaise sont restées stables dans une position légèrement en dessous du milieu de la bande du SME, mais la livre irlandaise a dû être soutenue en début de mois par la Central Bank of Ireland.

Au milieu de nombreuses fluctuations, la lire italienne a manifesté une légère tendance à s'apprécier au sein du SME. La Banca d'Italia a limité cette appréciation par des achats de dollars et de deutsche marks.

Bien que la livre sterling se soit affaiblie par rapport au dollar, du fait de l'élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, elle n'a guère varié par rapport aux autres grandes monnaies. Son indice pondéré a fléchi de 79,6 à 79,1.

La drachme grecque s'est affaiblie de 2% par rapport au dollar EU et de 0,2% vis-à-vis de l'Ecu. Son taux de change effectif a diminué de 0,5%.

Par rapport au franc suisse, le dollar a atteint son niveau record depuis sept ans. Le franc s'est également affaibli à l'égard des monnaies européennes et, sur une base pondérée, il est tombé à son niveau le plus bas depuis juillet 1983.

Vers la fin du mois, la Norges Bank est intervenue pour réduire d'environ 1% la valeur effective de la couronne norvégienne. Cette action s'est insérée dans le cadre d'une modification de la méthode de calcul de l'indice du cours de change officiel (passage, à compter du 2 juillet, d'une moyenne arithmétique à une moyenne géométrique).

Après des sorties de capitaux modérées durant les trois premières semaines de juin, la couronne suédoise s'est renforcée, vers la fin du mois, en partie sous l'effet du relèvement de un pourcent du taux d'escompte, le 28 juin.

Le dollar canadien a été soumis à de fortes pressions à la baisse au cours de la seconde quinzaine et a fléchi de 1,7% sur l'ensemble du mois par rapport au dollar EU. En dépit des résultats favorables en matière d'évolution des prix et des paiements courants au Canada et de la hausse des taux d'intérêt canadiens dans le sillage des taux américains durant le mois, de vives tensions de caractère spéculatif se sont exercées sur le dollar canadien. Elles ont été essentiellement dictées par la crainte que, en raison du niveau élevé du chômage au Canada, les augmentations des taux d'intérêt attendues aux Etats-Unis ne soient suivies, dans le meilleur des cas, qu'avec un certain retard. D'autre part, des incertitudes relatives à d'éventuelles élections prochaines ont affecté les perspectives d'évolution de la monnaie.

Le yen japonais a fléchi de 2,5%, pour atteindre son niveau le plus bas de l'année par rapport au dollar EU. Cette baisse a été due à l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt entre les deux pays ainsi qu'aux craintes persistantes d'une rupture possible des approvisionnements en pétrole de la zone du Golfe. Le yen a également perdu 0,6% par rapport à l'Ecu.

## II. INTERVENTIONS

### A. Interventions en dollars EU

En juin, les ventes nettes de dollars des banques centrales se sont élevées à \$EU 1,4 milliard, contre \$EU 1,2 milliard en mai. Ce montant de juin se décompose en \$EU 2,8 milliards de ventes brutes et \$EU 1,4 milliard d'achats bruts.

Les plus gros vendeurs nets ont été la Deutsche Bundesbank, la Banque du Canada et la Banque du Japon. Des achats notables, en termes nets, ont été effectués principalement par la Norges Bank.

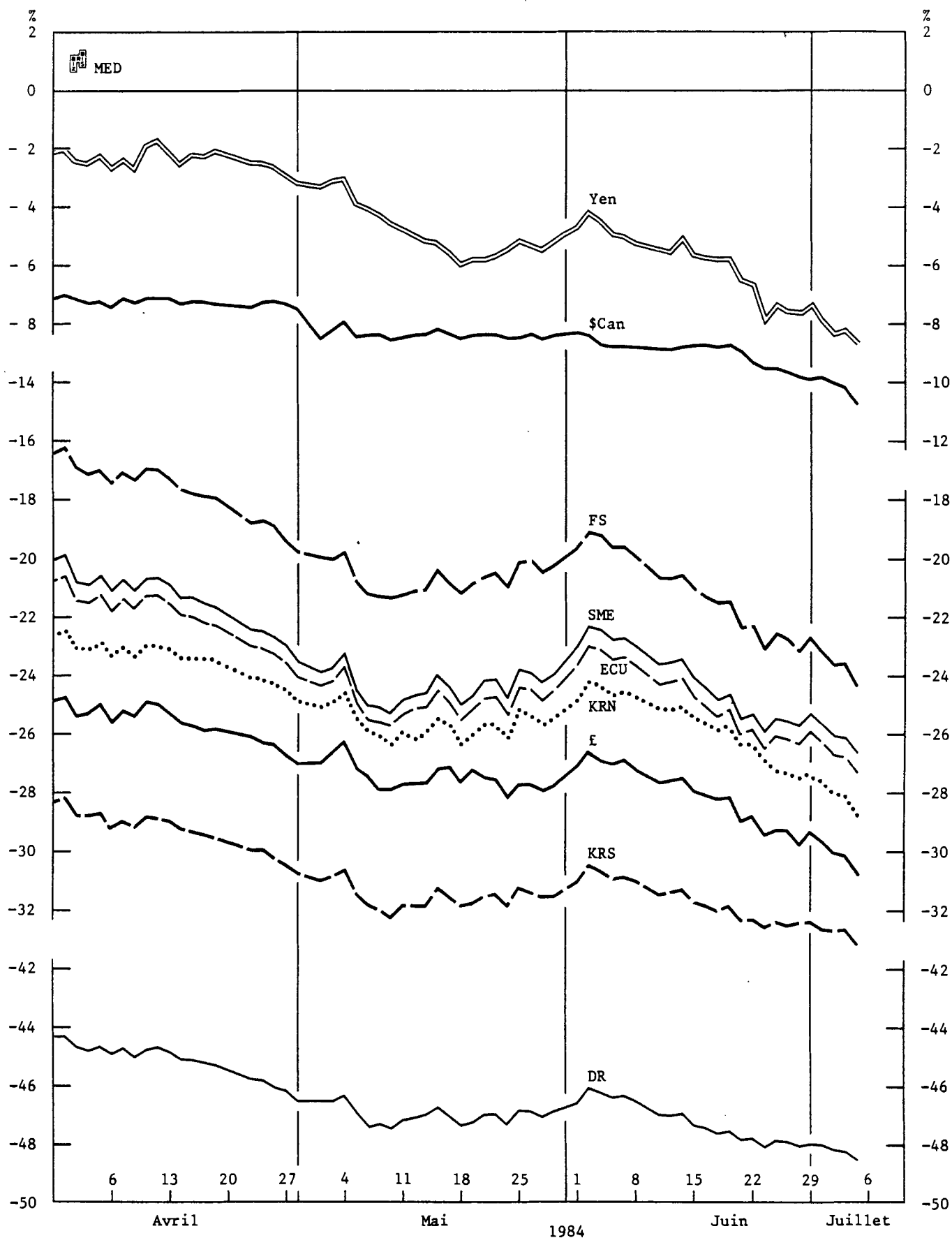
### B. Interventions en monnaies communautaires

Les interventions brutes en monnaies communautaires se sont chiffrées en juin à l'équivalent de \$EU 1,1 milliard, soit \$EU 0,3 milliard de moins qu'en mai. Elles ont consisté en achats de deutsche marks effectués dans le cadre d'interventions intramarginales par la Banque de France et la Banca d'Italia.

## III. PREMIERS JOURS DE JUILLET

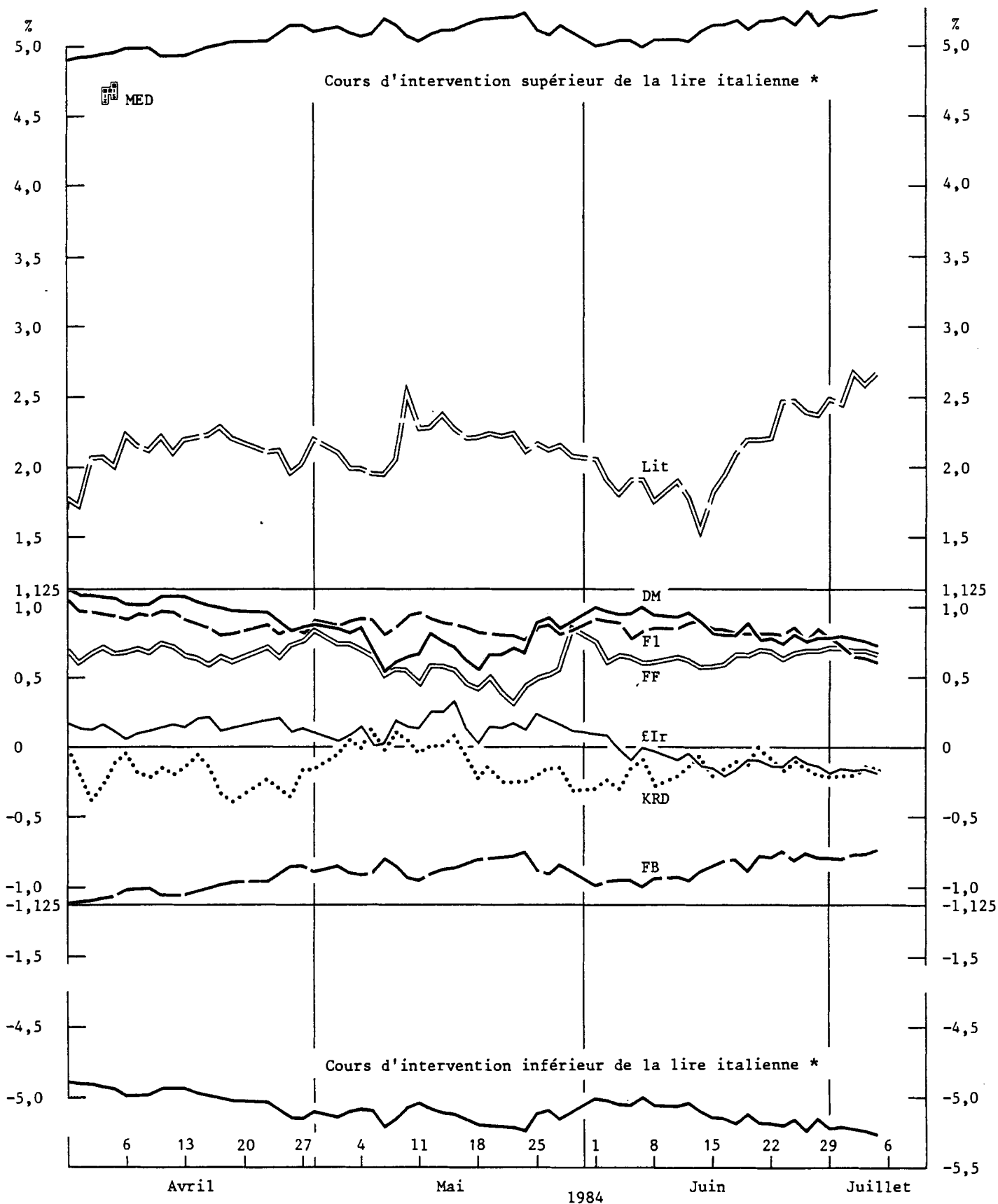
Le renforcement du dollar s'est amplifié durant la première semaine de juillet. L'appréciation a de nouveau été particulièrement marquée à l'égard de la livre sterling et du franc suisse. Les monnaies du SME ont peu varié entre elles et se sont dépréciées par rapport au dollar. La Banque de France et la Banca d'Italia ont de nouveau effectué d'importants achats de deutsche marks à l'intérieur des marges. Les principaux vendeurs de dollars ont été la Deutsche Bundesbank et la Norges Bank.

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 \*



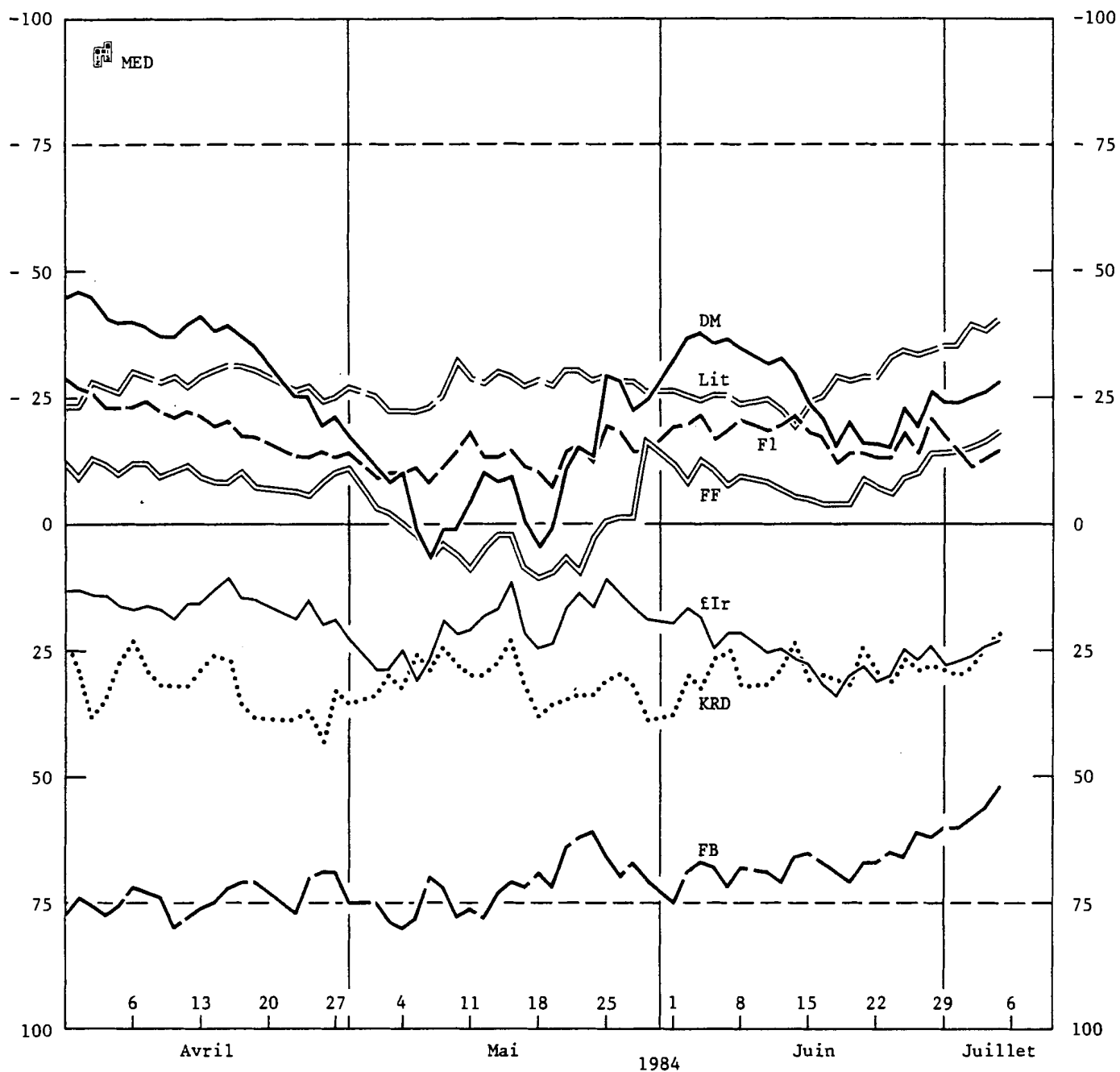
\* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés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

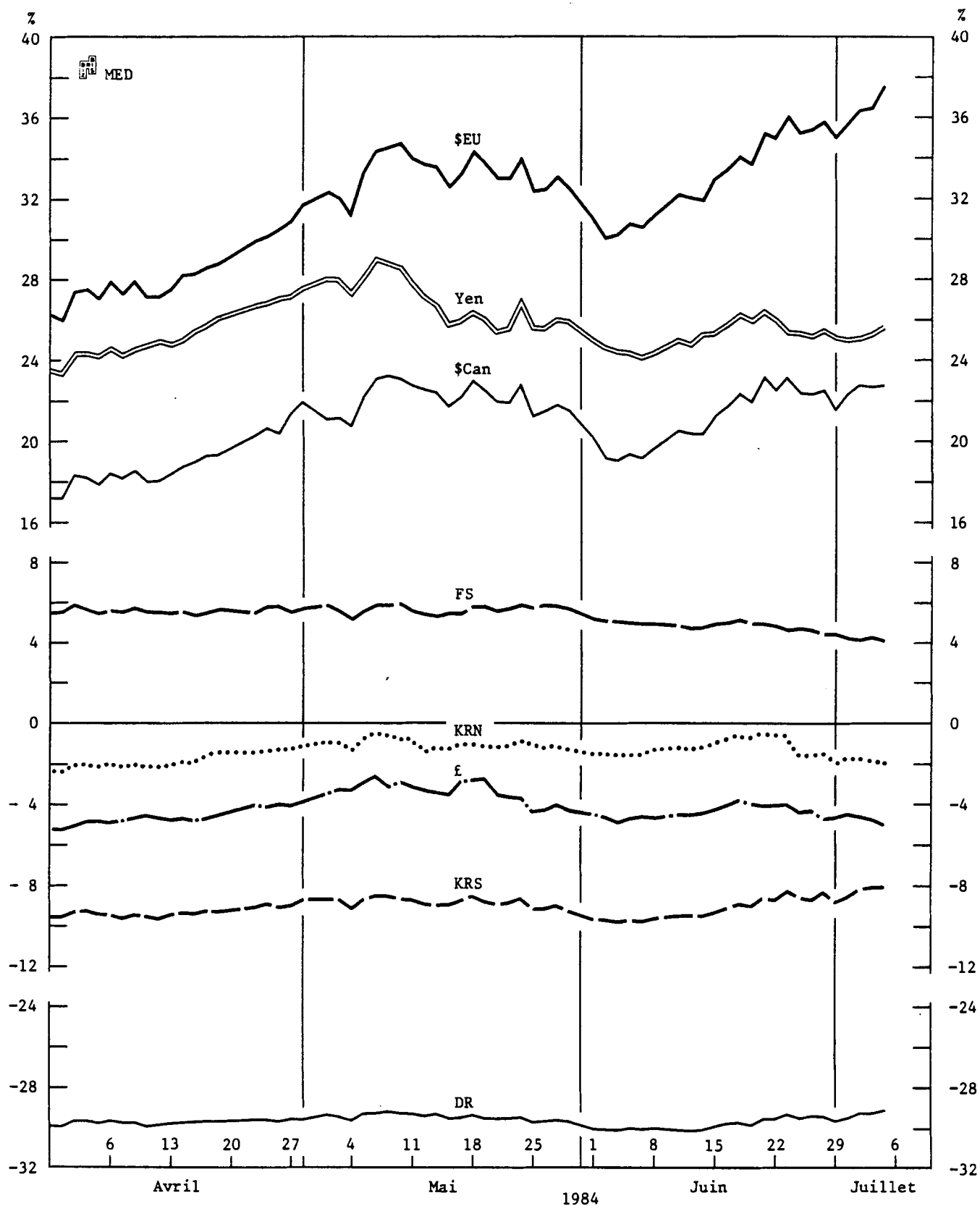


\* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . 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 juillet 1984



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 MARCHÉ RELEVÉS 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.

5 juillet 1984