

PROCES-VERBAL DE LA 178e SEANCE *
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 JUILLET 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, Rey et Michielsen; 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, accompagné par MM. Papaefstratiou et Papanicolaou; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. Breen et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Saccomanni; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, de Boer et de Beaufort-Wijnholds; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; M. Russo, Directeur Général à la Commission des Communautés européennes, accompagné par M. Mingasson; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; M. Jaans, Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois. Assistant, en outre, MM. Dalgaard et Raymond, Présidents de groupes 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.

Le Président souhaite la bienvenue à M. Leigh-Pemberton, Gouverneur de la Bank of England, pour sa première participation à une séance du Comité.

I. Approbation du procès-verbal de la 177e séance

Le procès-verbal de la 177e séance du 13 juin 1983 est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet.

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

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracom-
munautaire 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 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.

En ce qui concerne la politique d'intervention suivie par les banques centrales de la CEE au cours du mois de juin, il fait remarquer que le choix des monnaies d'intervention a revêtu, cette fois-ci, un caractère plus rationnel. Alors qu'en dépit de la fermeté du dollar EU les interventions en dollars EU se sont soldées dans leur ensemble, en mai, par un achat net substantiel, il y a eu une vente nette modeste en juin. Les banques centrales du SME ont effectué leurs interventions à la vente surtout en dollars EU, tandis que les interventions à l'achat ont porté pour une bonne part sur le deutsche mark.

M. Lefort indique que les Suppléants n'ont pas formulé d'observations particulières sur le rapport du "groupe concertation" présentant l'évolution récente sur les marchés des changes.

Toutefois, certains Suppléants ont souligné que divers facteurs (notamment la politique de taux d'intérêt et la politique d'interventions) concourent à déterminer la position des monnaies du SME dans la bande communautaire et que ces positions ne sont pas toujours représentatives de la force intrinsèque desdites monnaies. Compte tenu de ces remarques, les Suppléants sont convenus de tenir un débat sur cette question lors de leur prochaine réunion, au mois de septembre.

Malgré son caractère informel, ce débat pourrait s'appuyer sur certains tableaux et graphiques préparés par le Secrétariat, et ses conclusions pourraient être éventuellement portées à la connaissance des Gouverneurs.

Le Président

- constate l'adoption par le Comité du rapport qui sera transmis selon la procédure habituelle aux Ministres des Finances des pays de la CEE,

- indique que le Comité attend avec intérêt les conclusions que les Suppléants dégageront de l'étude envisagée.

III. Examen de certains aspects du fonctionnement du Système monétaire européen sur la base:

- du rapport oral du Président du Comité des Suppléants,
- des Rapports Nos 49 et 50 établis par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard

A. Examen du Rapport No 49

1. Exposé de M. Lefort

M. Lefort présente un rapport oral dont le texte intégral figure en Annexe II.

2. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Lefort de son exposé; M. Dalgaard n'a pas de remarques à formuler sur la présentation, par les Suppléants, des travaux de son groupe.

Le Président suggère d'organiser la discussion de la manière suivante:

- d'une part, il convient de se prononcer sur les trois principales questions de fond, à savoir:

- . la fréquence et l'ampleur des réalignements,
- . l'ampleur des marges et les avantages et inconvénients d'un élargissement éventuel,
- . le fonctionnement des mécanismes de crédit;

- d'autre part, il convient de décider de la suite à donner aux travaux des experts.

M. Ciampi exprime son appréciation pour la qualité des travaux menés par les experts et les Suppléants. En ce qui concerne la question des réalignements, il admet que ceux-ci ont été plus fréquents qu'on ne l'avait envisagé à l'origine. Cette évolution a reflété une convergence insuffisante des résultats économiques des pays membres du SME. Toutefois, les réalignements ont joué un rôle important dans le processus d'ajustement étant donné que, dans les cas les plus récents, ils ont été accompagnés de mesures de politique économique et qu'ils ont même contribué à renforcer

ces mesures. Ce fait est un élément essentiel du SME qui le distingue d'une formule de "crawling peg".

M. Duisenberg se félicite également de la qualité du rapport et indique qu'il en partage largement les conclusions émises sur les trois sujets énumérés par le Président. Il retient avec satisfaction le fait que les mécanismes du SME ne nécessitent aucun aménagement; en ce qui concerne l'ampleur et la fréquence des réalignements ainsi que les conditions dans lesquelles ceux-ci ont été opérés, il serait évidemment préférable que les ajustements ne puissent pas être anticipés par les marchés, mais si ce n'est pas le cas, ils ne devraient pas être retardés indûment. Bien que trop souvent ce principe ne soit pas respecté dans la réalité, il ne serait pas inutile de le réaffirmer. Dans cette optique, M. Duisenberg propose de communiquer au Conseil des Ministres le rapport des experts, en vue de rappeler aux responsables politiques du SME certaines données qui sont évidentes pour les Gouverneurs mais dont on ne tient pas toujours compte lors des décisions politiques.

M. Hoffmeyer félicite les auteurs du Rapport No 49 de leur travail. Il retient que le mécanisme de crédit a fonctionné de manière satisfaisante, sans qu'aucun usage abusif n'ait été constaté. En revanche, les réalignements ont été plus fréquents et plus larges que l'on estimait souhaitable. Lors du dernier réalignement, la question de l'ampleur des marges a été évoquée, de manière assez obscure d'ailleurs, mais aucun mandat d'étude n'a été donné aux Gouverneurs. La transmission du Rapport No 49 aux Ministres des Finances risquerait de donner l'impression que les Gouverneurs souhaitent un débat sur ce sujet, sujet sur lequel plusieurs Ministres au moins semblent avoir changé d'avis entre-temps.

M. Godeaux partage les appréciations exprimées sur la qualité du rapport. Il souscrit largement aux conclusions que l'on peut lire entre les lignes du rapport des experts et que M. Lefort a présentées d'une manière plus explicite dans son exposé.

M. Godeaux rappelle que le problème de l'élargissement des marges a été abordé avec une extrême prudence, par le Comité, pour éviter de donner l'impression qu'un tel aménagement du SME est sérieusement envisagé par les banques centrales. Par conséquent, si le Comité retenait la proposition faite par M. Duisenberg, de transmettre le Rapport No 49 aux Ministres des Finances il faudrait supprimer, au préalable, la partie concernant l'élargissement des marges.

M. Pöhl fait remarquer que le rapport est bien équilibré et objectif. Une plus grande souplesse en matière de marges de fluctuation pourrait présenter certains avantages. Le fait que des marges élargies pourraient entraîner des différentiels de taux d'intérêt plus importants ne constitue pas nécessairement un facteur négatif. Par exemple, la souplesse dans les relations de change bilatérales entre le dollar EU et le deutsche mark permet actuellement de maintenir un écart de taux d'intérêt de plus de 5 points. Une telle situation, qui facilite la poursuite de la politique monétaire en Allemagne, ne serait guère concevable si les relations de change entre le dollar EU et le deutsche mark étaient du type SME. De même, la contrainte éventuelle, pour les monnaies faibles du SME, de maintenir des taux d'intérêt plus élevés n'est pas nécessairement un facteur négatif.

En ce qui concerne les réalignements, M. Pöhl fait remarquer qu'il n'est pas possible de poursuivre la fréquence observée pendant les deux dernières années, étant donné ses effets sur le comportement des marchés et les anticipations de change. En cas d'une nouvelle vague de spéculation, il conviendrait d'y faire front plutôt que de réaligner.

M. Pöhl n'estime pas opportun de transmettre, à l'heure actuelle, le rapport des experts aux Ministres et de relancer ainsi une nouvelle discussion sur la question des marges de fluctuation. Il propose donc de le garder dans les dossiers des banques centrales. Le Comité pourrait revenir sur cette position et transmettre tout ou partie du rapport si, ultérieurement, le besoin s'en faisait sentir.

M. Duisenberg n'insiste pas pour que le rapport soit transmis au Conseil des Ministres. Il serait cependant préférable que le Comité adopte un point de vue commun au cas où la question des marges de fluctuation se poserait à nouveau.

M. Ó Cofaigh fait remarquer qu'une transmission du rapport au Conseil des Ministres comporterait le risque que des indiscretions soient commises avec les conséquences désagréables qui pourraient en résulter pour la situation sur les marchés des changes. Il accepte, en général, la force des arguments avancés contre un élargissement général des marges, mais il convient de ne pas négliger le fait que, dans le cas irlandais, une plus grande souplesse dans ce domaine aurait été bénéfique. Ainsi qu'il est expliqué dans la section B du Chapitre II du rapport des experts, l'Irlande a été particulièrement affectée par l'instabilité de

la livre sterling, notamment en matière d'échanges commerciaux et de la lutte contre l'inflation. Des marges de fluctuation plus larges auraient permis une meilleure adaptation aux variations de la livre sterling vis-à-vis des monnaies du SME.

Le Président fait quelques observations sur le rapport des experts et l'exposé du Président des Suppléants. D'abord, il insiste, en tant que Gouverneur de la Banque de France, sur la "vertu pédagogique" du SME. Les obligations - non seulement juridiques, mais aussi politiques - pèsent sur les gouvernements dans le sens d'une politique économique et monétaire aussi sérieuse et convergente que possible avec celles des autres pays du système. Certes, la convergence est restée bien souvent peu satisfaisante, si bien que les réalignements ont été plus fréquents et d'une ampleur plus large que souhaité initialement. Toutefois, sans les contraintes exercées par le SME, les divergences dans les politiques économiques entre les pays membres auraient été plus importantes et persistantes.

Ces considérations méritent d'être réaffirmées, notamment à l'adresse des Ministres des Finances qui, tout en étant conscients de la nécessité de mener des politiques économiques et monétaires sérieuses, éprouvent des difficultés dans la mise en oeuvre de politiques appropriées. Elles conduisent également à prendre une position réservée à propos de l'idée d'un élargissement des marges de fluctuation. La formulation, lors du dernier réalignement, de cette idée répondait à deux raisons: la première était de caractère ponctuel et visait à faciliter les négociations sur l'ampleur des variations des cours-pivots. La seconde raison - de caractère plus général et plus permanent - reposait sur le fait que des marges élargies fournissent aux gouvernements une plus grande marge de manoeuvre dans leurs politiques économiques, en ce sens qu'elles permettent de retarder le moment où l'adoption de mesures sérieuses s'impose. Dans ce contexte, il faut distinguer entre le cas de l'Italie, qui a opté pour des marges élargies au début du SME, et celui d'un élargissement des marges pour les monnaies qui ne tolèrent actuellement qu'une déviation de 2,25% de leurs cours-pivots bilatéraux respectifs. Un tel élargissement ne pourrait être interprété que comme le signe que les gouvernements se donnent des possibilités supplémentaires. Par conséquent, il conviendrait de ne pas ranimer les débats sur cette question au sein du Conseil, tout en étant prêt à réagir en cas de besoin.

Les mécanismes de crédit ont fonctionné de manière satisfaisante. Le soutien monétaire à court terme et le concours financier à moyen terme n'ont pas été utilisés; quant au financement à très court terme (ainsi qu'aux mécanismes bilatéraux mis en oeuvre pour financer des interventions qui n'étaient pas éligibles au financement à très court terme dans le cadre du FECOM), il est à retenir que les montants en cause et la durée des crédits n'ont pas été excessifs. Les facilités de financement apparaissent ainsi suffisantes et il ne semble pas y avoir besoin de procéder à un assouplissement des mécanismes de crédit, assouplissement qui pourrait être également interprété comme affaiblissant l'obligation de convergence.

En revanche, l'appréciation, par les experts et les Suppléants, des échanges d'Ecus entre banques centrales appelle une remarque. Le fait que les échanges d'Ecus ne se soient pas soldés, sur l'ensemble de la période sous revue, par d'importantes positions nettes créditrices reflète la réticence marquée par les banques centrales à l'égard de l'accumulation d'Ecus. Cette réticence résulte du pouvoir libératoire limité de l'Ecu et de son usage moins commode que les devises, bien que comme l'expérience l'a montré, la Banque de France ait pu mobiliser des avoirs en Ecus contre des devises nécessaires pour intervenir sur les marchés des changes. Le fait que quatre ans après l'instauration du SME l'Ecu n'est pas devenu équivalent aux autres actifs de réserve n'est pas satisfaisant et ne devrait pas être passé sous silence.

En ce qui concerne la question de la transmission au Conseil des Ministres soit du rapport des experts, soit d'un document reprenant tout ou partie des considérations des Suppléants, le Président constate que le Comité se prononce, en général, contre une transmission au stade actuel. Les documents élaborés par les experts et par les Suppléants pourraient cependant servir de base, le cas échéant, pour étayer un avis des Gouverneurs au Conseil des Ministres, par exemple si ce dernier venait ultérieurement à reprendre la question de l'élargissement des marges de fluctuation.

B. Examen du Rapport No 50

Le Président rappelle que les conditions dans lesquelles le cours-pivot fictif en Ecus de la livre sterling a été ajusté, les 21

mars et 17 mai 1983, ont fait l'objet d'études parallèles dans le cadre du Comité monétaire et du Comité des Gouverneurs. Il invite M. Lefort à présenter les résultats auxquels les Suppléants sont arrivés sur la base du Rapport No 50 du groupe Dalgaard.

M. Lefort indique que les Suppléants ont préparé, sur la base du Rapport No 50 établi par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard, un projet de note (cf. Annexe III) sur l'ajustement du cours-pivot fictif en Ecus de la livre sterling, qui a été distribué aux Gouverneurs à Bâle.

Cette note, en se fondant sur la priorité qui doit être réservée aux considérations d'ordre monétaire, préconise le maintien des dispositions appliquées actuellement tant en ce qui concerne la périodicité que la procédure générale de la réinsertion de la livre sterling dans le système de cours-pivots en Ecus.

Cependant, compte tenu de l'imprécision qui est apparue lors du réalignement du 21 mars 1983, les Suppléants estiment qu'un aménagement technique doit être apporté à la méthode actuelle. Cet aménagement est décrit dans l'annexe à la note.

Les Suppléants considèrent que l'approbation de cette note par les Gouverneurs présenterait l'avantage d'entériner la simplification technique décrite dans l'annexe et permettrait aux banques centrales de la CEE et aux Services de la Commission d'appliquer désormais, le moment venu, la nouvelle règle.

Ils suggèrent donc que ladite note et son annexe soient communiquées, pour information, au Président du Comité monétaire.

Le Président constate que le Comité est d'accord pour entériner les propositions faites par les Suppléants tant en ce qui concerne le fond de la question que la procédure à suivre. Il est ainsi décidé:

- que, pour le moment, le Comité des Gouverneurs ne présentera pas un avis formel au Conseil des Ministres, mais il va transmettre pour information au Président du Comité monétaire la note élaborée par les Suppléants;
- que ladite note sera transformée en avis formel et portée à la connaissance du Conseil des Ministres lorsque le Comité monétaire aura achevé ses travaux et présentera également, à son tour, un avis sur la question;

- que l'annexe technique qui fait partie de ladite note soit considérée comme définitivement adoptée sans que sa mise en vigueur soit subordonnée à l'achèvement des travaux du Comité monétaire sur le problème de l'insertion de la livre sterling dans l'Ecu.

Le Président clôture la discussion sur le point III de l'ordre du jour en remerciant M. Dalgaard et son groupe de leurs travaux.

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

A. Exposé de M. Raymond

M. Raymond indique que, avant d'énumérer les principales idées contenues dans la note, il aimerait situer celle-ci dans l'ensemble des travaux du groupe. A cet égard, il rappelle que, en dehors des rapports semestriels, le groupe a été chargé, depuis le début de 1981, d'élaborer un certain nombre d'études spéciales. Le rapport spécial sur l'évolution de la dépense publique et celui sur le financement des déficits publics comportaient un jeu de tableaux statistiques qu'il était souhaitable de mettre à jour périodiquement. Au surplus, le Comité des Gouverneurs a souhaité, lors de sa séance de décembre 1982, approfondir l'analyse des taux d'intérêt.

Dans ces conditions, les documents actuellement produits par le groupe se présentent de la façon suivante:

- Rapports semestriels, présentés en mai et en décembre de chaque année, sur l'évolution de l'économie et des politiques monétaires, accompagnés de trois annexes ayant trait à:
 - . l'évolution des agrégats monétaires et de crédit (Annexe I),
 - . les développements en matière de taux d'intérêt (Annexe II),
 - . l'endettement extérieur (Annexe III), annexe qui représente la prolongation du rapport spécial sur l'endettement extérieur et dont le Comité monétaire fait usage lors de l'examen des politiques d'endettement appliquées par les pays membres de la CEE.

A cet égard, le Comité monétaire envisage de procéder à un nouvel examen de ces politiques en octobre et il souhaiterait disposer de données mises à jour vers le mois de septembre. Si les Gouverneurs sont d'accord sur cette demande, le Secrétariat fera le nécessaire avec les banques centrales pour assurer cette mise à jour.

- En juillet de chaque année, une courte note sur l'évolution récente des finances publiques, accompagnée de statistiques sur les dépenses, les recettes, les déficits et leur couverture et sur l'encours de la dette publique.

Les notes sur les finances publiques, dont la première a été remise aux Gouverneurs pour la présente séance, ne prétendent pas être des études de fond, mais cherchent plutôt à relever les principales évolutions récentes en matière de finances publiques. En ce qui concerne l'évolution en 1982, on peut retenir les conclusions ci-après:

- a) Les dépenses publiques ont, en général, progressé plus que prévu.
- b) Ainsi qu'il ressort du tableau 1, le ratio entre les dépenses publiques et le produit national brut en termes nominaux a augmenté pour l'ensemble des pays de la CEE. Cette augmentation résulte principalement de la diminution du produit national réel, face à une relative stabilisation en termes réels des dépenses publiques et surtout de la consommation publique.
- c) Les recettes publiques ont également augmenté en moyenne plus fortement que le produit national brut en termes nominaux, bien que la situation ait fortement varié selon les pays. Quelques pays ont enregistré une forte progression tandis que, dans d'autres, les recettes sont restées stables ou se sont inscrites en légère baisse. Dans le cas de l'Allemagne, le versement des bénéficiaires de la banque centrale a affecté, de façon sensible, les recettes publiques.
- d) Ainsi qu'il ressort du tableau No 5, les déficits ont évolué d'une façon contrastée, marquant tantôt une nouvelle hausse, tantôt une légère baisse. En ce qui concerne leur couverture, le tableau No 6 montre que la contribution des non-banques

s'est accrue dans nombre de pays; dans certains, plus petits, les non-résidents ont joué un rôle important en tant que fournisseurs de capitaux.

L'examen de l'évolution récente montre que la composante conjoncturelle et les paiements d'intérêt sur la dette publique exercent un impact croissant tant sur la dépense publique que sur le déficit public. Une réduction des déficits ne peut résulter que d'une action sur les éléments structurels. Jusqu'à présent deux pays seulement, à savoir l'Allemagne et le Royaume-Uni, ont accompli un progrès dans cette voie; d'autres ont pris des mesures allant dans le même sens pour l'exercice 1983. La nécessité de réduire la composante structurelle des déficits ressort des difficultés croissantes de financement des déficits publics, ainsi qu'en témoigne l'alourdissement général de la dette publique (cf. tableau No 7).

B. Exposé de M. Lefort

Au cours de l'échange de vues relatif à la note sur l'évolution récente des finances publiques et à la présentation faite par M. Raymond, certains Suppléants se sont interrogés sur le rythme et l'ampleur d'une remise en ordre des finances publiques; à cet égard, ils ont exprimé leurs doutes sur la possibilité de réduire rapidement les déficits publics et leurs préoccupations quant aux conséquences d'une telle politique pour l'emploi et l'activité économique.

Par ailleurs, certains Suppléants ont souligné la difficulté de procéder à une délimitation et à une évaluation de l'élément conjoncturel et de la composante structurelle des déficits publics.

C. Discussion du Comité

Le Président signale que la constatation faite par M. Raymond, selon laquelle les dépenses publiques en termes réels sont restées à peu près stables en moyenne, ne ressort pas des tableaux annexés à la note des experts. En effet, les données figurant dans ces tableaux sont exprimées en pourcentage du PNB aux prix courants. Le Président suggère donc que, pour la séance de septembre, il soit préparé un tableau supplémentaire qui rapporte les dépenses et recettes publiques en valeur à la hausse des prix.

M. Lamfalussy fait remarquer que la Belgique a entrepris un effort sensible pour réduire la composante structurelle du déficit public, mais l'impact de ces efforts sur le déficit global a été compensé par l'évolution conjoncturelle défavorable. Il n'est pas exclu que les éléments conjoncturels défavorables persistent encore en 1983. Néanmoins, la poursuite de l'effort de redressement dans le domaine des finances publiques ne doit pas dépendre de l'appréciation de la situation conjoncturelle. D'abord, étant donné le degré d'ouverture de l'économie belge, l'incidence d'une politique budgétaire anti-cyclique sur l'emploi serait extrêmement faible. De surplus, l'ampleur du déséquilibre budgétaire rend absolument nécessaire la poursuite de la politique d'assainissement. En effet, le déficit public (16% du PNB) est un des plus élevés dans la Communauté et la dette publique a atteint presque 100% du PNB. Le tableau No 6 fait ressortir des développements inquiétants quant à la couverture des déficits publics. La part du financement extérieur s'est accrue de manière extrêmement rapide et a représenté 47% du total en 1982. La contribution du système bancaire au financement du déficit public est également très élevée, tandis que les apports des non-banques sont devenus négligeables. Cette structure de financement inquiétante a entraîné une forte augmentation de la dette extérieure de la Belgique qui s'élevait à 16 1/2% du PNB en 1982, contre pratiquement zéro il y a dix ans (cf. tableau No 9). De surplus, cette dette extérieure est, pour une bonne part, à court terme.

M. Lamfalussy conclut en disant que la Belgique n'est pas un cas particulier. La situation dans d'autres petits pays, comme l'Irlande et le Danemark, fournit également matière à préoccupation.

M. Leigh-Pemberton fait remarquer que le document des experts décerne de bonnes notes sur la situation au Royaume-Uni et prévoit une poursuite du redressement en 1983. Entre-temps, on a enregistré, pendant les quatre premiers mois de l'année, une forte augmentation des dépenses publiques. Cette forte augmentation, due à des dépenses involontaires, notamment dans le domaine de la sécurité sociale et des mécanismes budgétaires communautaires, n'a pas manqué d'influer sur l'évolution de l'agrégat-clé monétaire. Le gouvernement n'est cependant pas prêt à tolérer des déviations de sa stratégie financière à moyen terme et a pris un certain nombre de mesures, en vue de ramener l'évolution des

dépenses publiques dans le cadre du programme à moyen terme. Il se peut que d'autres mesures soient encore nécessaires.

M. Godeaux partage largement l'opinion exprimée par M. Lamfalussy sur le caractère sérieux de la situation des finances publiques en Belgique. La Banque Nationale de Belgique a appris sans plaisir l'annonce, faite par le Ministre du Budget, d'étaler dans le temps l'effort de réduction du déficit budgétaire. Elle ne souscrit pas non plus à l'avis, formulé par le Conseil Supérieur des Finances (composé de hauts fonctionnaires, d'experts académiques et de la vie financière publique), qui suggère un ralentissement de l'effort d'assainissement en vue d'éviter des répercussions déflationnistes. En ce qui concerne le mode de couverture du déficit public, la Banque Nationale de Belgique a insisté, auprès du gouvernement belge, sur la nécessité d'augmenter la proportion du déficit financé par le placement de titres à long terme auprès des non-banques. Le programme adopté pour l'année 1983 prévoit une amélioration sensible de la structure de couverture qui s'est déjà amorcée durant les premiers mois de l'année en cours.

M. Chalikias souligne que, en dépit du lourd fardeau conjoncturel, le gouvernement central a réussi, en 1982, à réduire de 2% du PIB le déficit budgétaire. Cette réduction a été due notamment à l'alourdissement de 3,5 à 4% du PIB de la fiscalité indirecte. Le fait que la quasi-totalité du déficit public soit financée par le système bancaire (et, pour une part importante, par la banque centrale elle-même) n'est pas satisfaisant bien que cela ait pour origine l'état sous-développé du marché des capitaux en Grèce. La plus grande partie de l'épargne financière privée prend la forme de dépôts auprès des banques et une part doit être imputée au financement du budget. En ce qui concerne les effets monétaires de ce mode de financement, il est à noter que, d'une part, le concours de la banque centrale grecque à l'Etat est partiellement compensé par les dépôts des banques commerciales auprès de l'institut d'émission et que, d'autre part, les banques sont obligées d'investir, en bons du Trésor non négociables, un certain pourcentage (actuellement 35%) des dépôts de leur clientèle. La Banque de Grèce serait évidemment en faveur d'un financement du déficit public par une épargne canalisée sur un marché des capitaux fonctionnant bien, mais les conditions pour le développement d'un tel marché ne sont pas encore réunies. La stabilité financière

reste insuffisante et le gouvernement grec a toujours hésité à s'adresser aux marchés des capitaux. Cette situation pourrait cependant changer à la suite de l'adoption, l'année dernière, d'une loi qui a fixé un plafond au financement de l'Etat par la banque centrale grecque.

M. Gleske indique que la réduction de la composante structurelle du déficit public en Allemagne en 1982 a été le résultat des mesures prises par l'ancien gouvernement. Si, néanmoins, le déficit public global n'a pas fléchi par rapport à 1981, c'est en raison de l'évolution conjoncturelle qui a entraîné des charges supplémentaires importantes pour les budgets publics.

Sous le nouveau gouvernement, de nouvelles réductions de dépenses ont été décrétées; ainsi, les dépenses du gouvernement fédéral devraient moins progresser en 1983 que le PIB nominal et le déficit budgétaire devrait être inférieur à celui de l'année dernière, par suite, en particulier, d'un certain fléchissement des dépenses d'indemnisation du chômage (qui restent cependant très élevées) et d'une reprise des recettes fiscales.

Le projet de budget du gouvernement fédéral pour 1984 prévoit une nouvelle réduction de deux milliards de deutsche marks du déficit qui s'établirait à 39 milliards de deutsche marks. Cette prévision se fonde sur l'hypothèse d'une recette de 6 milliards au titre du bénéfice de la Bundesbank (contre 11 milliards en 1982). Un bénéfice plus élevé que prévu entraînerait une réduction encore plus importante du déficit du budget fédéral.

Si les prévisions se confirment, on assistera à une nette amélioration de la situation en matière de finances publiques.

M. Hoffmeyer souligne que la politique monétaire au Danemark est fondée sur le principe que les déficits budgétaires sont financés par des émissions de titres sur le marché des capitaux danois. Les emprunts à l'étranger ne servent pas au financement des déficits publics, leur produit étant stérilisé auprès de la banque centrale. La note ne fait pas suffisamment ressortir cette situation particulière au Danemark.

M. Ó Cofaigh précise qu'en Irlande la banque centrale ne prête son concours à l'Etat qu'à titre temporaire, ainsi qu'il ressort du tableau No 6. Le même tableau montre également que la part des non-banques dans la couverture du déficit public est appréciable en Irlande.

Le Président fait remarquer que les tableaux annexés à la note des experts font apparaître une situation très sérieuse, notamment si l'on considère l'évolution depuis 1972 et non seulement celle de 1982 qui a été marquée par une certaine stabilisation. La forte progression des dépenses publiques depuis 1972 est le problème central, l'alourdissement de la pression fiscale, l'augmentation des déficits publics et les problèmes relatifs à la couverture de ces déficits n'étant que les conséquences inévitables de l'évolution des dépenses publiques. En outre, la composition de celle-ci s'est détériorée; alors que les dépenses en capital n'ont pas progressé dans la plupart des pays (ou se sont même inscrites en baisse), la consommation publique et davantage encore les transferts se sont fortement accrus. Globalement, l'évolution des dépenses publiques est directement ou indirectement à l'origine de nombre de difficultés rencontrées par les pays de la CEE, indépendamment du choc pétrolier ou des problèmes extérieurs.

En ce qui concerne la suite à donner à la note des experts, le Comité convient de suivre la procédure normale appliquée aux rapports du "groupe Raymond" et de transmettre la note sur les finances publiques au Comité monétaire. En outre, sur proposition de M. Ciampi, il est décidé que le Président du Comité fera, lors d'une des prochaines sessions du Conseil des Ministres des Finances, une communication orale au sujet de l'évolution des finances publiques.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Adoption d'un projet de loi bancaire par le gouvernement français

Le Président signale que le gouvernement français vient d'adopter un projet de loi bancaire qui sera soumis au Parlement à l'automne. Ce projet de loi, qui fait l'objet de la note diffusée aux Gouverneurs avant la séance (cf. Annexe IV), appelle deux observations de caractère général. D'une part, l'objectif principal dudit projet de loi consiste à adapter la législation française relative à l'activité bancaire, qui remonte à l'année 1941, aux évolutions intervenues depuis lors, et, en particulier, à uniformiser les règles de surveillance et de contrôle des

banques pour tous les établissements de crédit quel qu'en soit le statut juridique. D'autre part, le projet de loi préserve intégralement les pouvoirs exercés par la Banque de France en matière de réglementation, de surveillance et de contrôle des établissements de crédit. La banque centrale française a coopéré en tant que conseiller technique du gouvernement à l'élaboration du projet de loi et en approuve les dispositions.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle le mardi 13 septembre 1983 à 10 heures.

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

JUIN 1983

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Au mois de juin, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- nouvelle accentuation de la fermeté du dollar, qui s'est accompagnée parfois de fortes variations journalières des cours;
- poursuite de la détente au sein du SME;
- affaiblissement de la livre sterling à l'égard de toutes les monnaies principales.

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

Le dollar EU a continué à s'apprécier jusqu'à la mi-juin pour fléchir quelque peu ensuite. A noter cependant que la persistance de sa vigueur s'est accompagnée de doutes croissants des opérateurs du marché, inquiets de savoir si la persistance de taux d'intérêt élevés en dollars - due à la confirmation de la reprise conjoncturelle, aux déficits budgétaires substantiels et à la croissance relativement forte de la masse monétaire aux Etats-unis - l'emporterait à plus long terme également sur la détérioration de la balance commerciale américaine. Redoutant que les autorités monétaires des Etats-Unis n'en viennent, dans ces conditions, à resserrer l'orientation de leur politique monétaire, les marchés se sont montrés moins enclins à se dégager de leurs positions en dollars, ce qui a apporté un soutien additionnel à la monnaie américaine. A la fin du mois de juin, le dollar EU s'était apprécié de 1,6% par rapport à l'Ecu, de 0,6% à l'égard du franc suisse, de 0,5% vis-à-vis du yen et de 5,2% par rapport à la livre sterling.

Au sein du Système monétaire européen, la détente s'est poursuivie durant le mois et s'est traduite par un rétrécissement graduel des écarts entre les cours du marché des monnaies des pays membres situées dans la bande étroite de fluctuation. Les monnaies du SME ont, dans l'ensemble, maintenu leurs positions à l'exception de la livre irlandaise et du franc français qui ont permuté.

Le deutsche mark est demeuré tout au long du mois la monnaie la plus faible du système. Au total, cependant, il a regagné un peu de terrain par rapport à la plupart des monnaies participantes. Cette légère appréciation a été due pour l'essentiel à un revirement prudent de l'opinion en faveur du deutsche mark, par suite de la confirmation de l'amélioration de la balance des paiements courants et des résultats obtenus dans la lutte contre l'inflation.

Le florin néerlandais s'est raffermi sensiblement dans la bande étroite, vers le milieu du mois. Ce raffermissement a été dû, entre autres, à l'émission d'un nouvel emprunt d'Etat aux Pays-Bas, qui a entraîné momentanément une forte demande de florins.

Pour le franc belge, l'abaissement par la Banque Nationale de Belgique, le 23 juin, des taux d'intérêt - à savoir, réduction d'un demi-point à 9% et 10% respectivement du taux d'escompte et du taux d'avances sur titres - s'est traduit par une baisse du cours. Jusqu'à la mi-juin, la situation du franc avait encore permis à la banque centrale belge d'acquérir des deutsche marks sur le marché.

La couronne danoise s'est située tout au long du mois aux environs du milieu de la bande; sur l'ensemble du mois, son cours a continué en général à s'affaiblir légèrement.

Le franc français a fléchi au début du mois, ce qui a amené la Banque de France, après ses achats importants de deutsche marks en mai, à opérer des cessions de deutsche marks à l'intérieur des marges ainsi que de dollars. Par la suite, le franc s'est cependant raffermi, au point de devenir la monnaie la plus forte de la bande étroite. Par rapport au deutsche mark, son cours s'est à nouveau rapproché du point d'intervention supérieur, malgré de nouveaux achats de deutsche marks par la Banque de France.

La livre irlandaise s'est encore maintenue durant la première quinzaine à son point d'intervention supérieur par rapport au deutsche mark. Elle s'est affaiblie par la suite, et la Central Bank of Ireland a effectué des ventes modérées de dollars pour stabiliser le cours de sa monnaie.

La lire italienne est restée tout au long du mois proche du bord supérieur de la bande élargie, soutenue en particulier par le début de la saison touristique.

Jusqu'aux élections législatives du 9 juin, la livre sterling a fluctué mais est restée fondamentalement ferme. Par la suite, son cours s'est ressenti des prises de bénéfices et du recul des taux d'intérêt en livres, jusqu'à ce que le raffermissement des prix du pétrole entraîne finalement une nouvelle hausse légère de son cours. Au total, la livre s'est dépréciée de 5% par rapport au dollar EU et de 3,5% à l'égard de l'Ecu.

La drachme grecque ne s'est affaiblie que marginalement vis-à-vis du dollar EU et s'est appréciée de 1% à l'égard de l'Ecu.

Le franc suisse a profité directement du relèvement des taux d'intérêt en francs. Comme il a relativement mieux résisté au raffermissement du dollar, il a enregistré une légère appréciation par rapport aux monnaies du SME.

La couronne norvégienne s'est affaiblie à la suite de l'abaissement d'un point de pourcentage du taux d'escompte, à compter du 6 juin, par la Norges Bank; elle a fléchi de 2% par rapport au dollar EU et s'est, de ce fait, dépréciée relativement plus que les autres monnaies scandinaves.

Le cours de la couronne suédoise a fluctué à l'intérieur d'une fourchette de 1/2 pour cent en termes effectifs et la Sveriges Riksbank est intervenue pour des montants modérés dans les deux sens. La monnaie suédoise a fléchi de 1,4% par rapport au dollar EU, c'est-à-dire davantage que les monnaies du SME.

Le dollar canadien, grâce à l'amélioration continue enregistrée sur le front des prix et à la solidité de la balance commerciale, s'est légèrement apprécié en juin par rapport au dollar EU, en dépit d'un renversement défavorable des écarts de taux d'intérêt à court terme entre le Canada et les Etats-Unis. Au total, la monnaie canadienne s'est renforcée de 0,3% par rapport au dollar EU.

Le cours du yen japonais n'a varié que de manière insignifiante à l'égard du dollar EU au cours de la période sous revue; il a reculé de 0,5% et s'est ainsi apprécié de 1% par rapport à l'Ecu.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Les ventes nettes se sont élevées à \$EU 0,2 milliard, contre \$EU 1,5 milliard d'achats nets en mai. Les ventes brutes des banques centrales sont ressorties à \$EU 2,1 milliards et les achats bruts à \$EU 1,9 milliard au total.

Les plus importants acheteurs nets ont été la Banca d'Italia et la Norges Bank; la Banque du Canada, la Sveriges Riksbank et la

Banque de Grèce ont également acheté des dollars, mais pour des montants nettement moindres. Les principaux vendeurs nets de dollars ont été la Deutsche Bundesbank et la Banque de France, la Central Bank of Ireland, la Bank of England et la Danmarks Nationalbank ayant cédé des montants plus modestes.

b) Interventions en monnaies communautaires

Les interventions en monnaies communautaires ont été aussi élevées qu'au cours du mois précédent; en termes bruts, elles ont atteint l'équivalent de \$EU 1,6 milliard et ont seulement été effectuées contre deutsche marks. Alors que la Banca d'Italia, la Banque Nationale de Belgique et la Central Bank of Ireland sont intervenues exclusivement comme acheteurs de deutsche marks, la Banque de France a également vendu des deutsche marks au début du mois. Toutes les interventions, à l'exception de celles de la Central Bank of Ireland, ont été opérées à l'intérieur des marges.

III. PREMIERS JOURS DE JUILLET

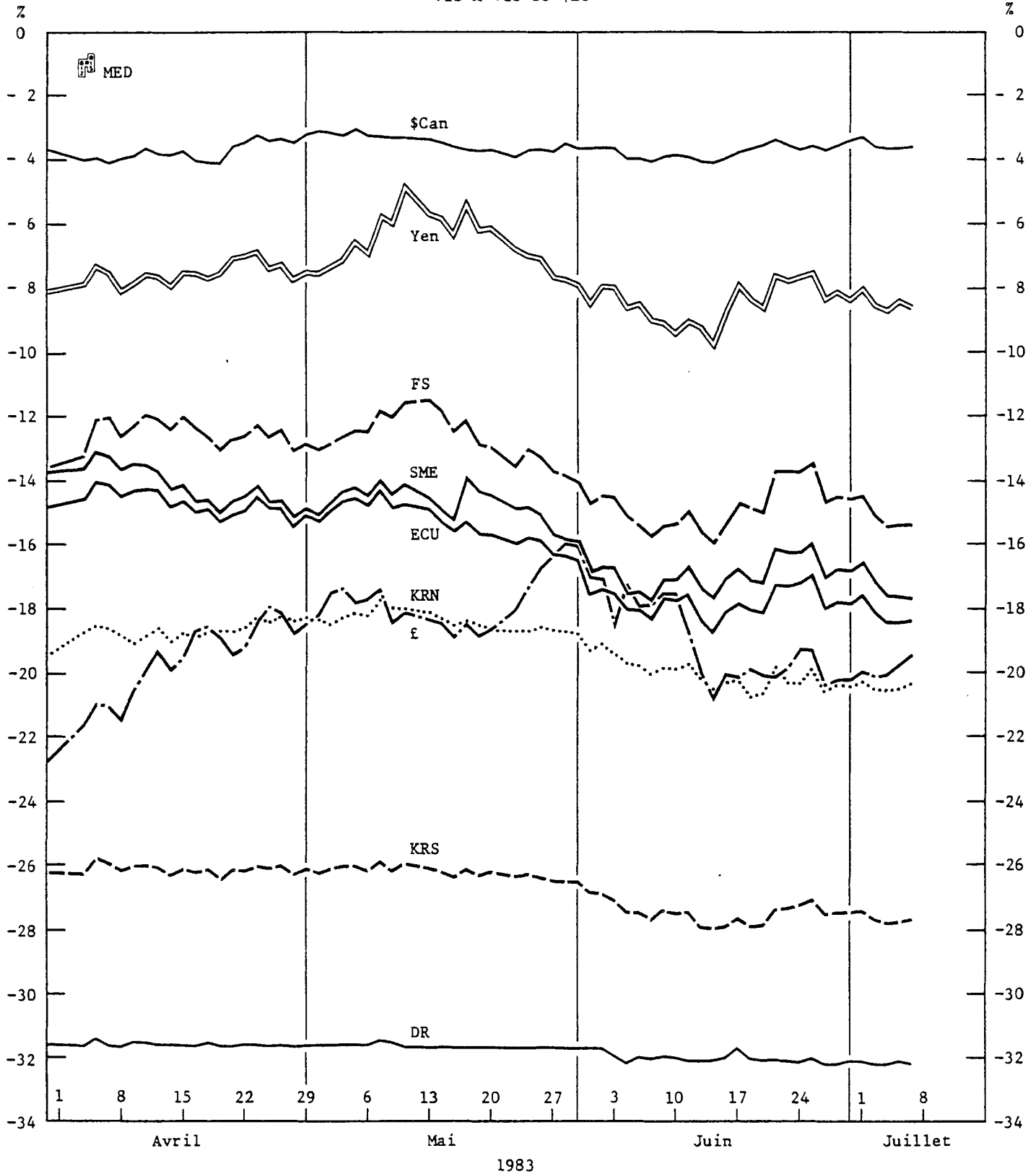
Au cours de la première semaine de juillet, le dollar est resté ferme et a continué à être influencé par des spéculations, en ce qui concerne l'évolution future des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Des préoccupations relatives aux taux d'intérêt ont également déterminé l'affermissement de la livre sterling durant cette semaine.

Au sein du Système monétaire européen, les relations de change ont évolué dans le sens d'un léger élargissement de la bande. On a aussi assisté à des permutations de positions entre, d'une part, le deutsche mark et le franc belge au bas de la bande, et, d'autre part, entre le franc français et la livre irlandaise en haut de la bande.

Au début de juillet également, des interventions ont été effectuées en dollars EU et en monnaies communautaires. La Banca d'Italia a été le plus gros acheteur de dollars, alors que les cessions les plus importantes de dollars ont été le fait de la Deutsche Bundesbank. Une

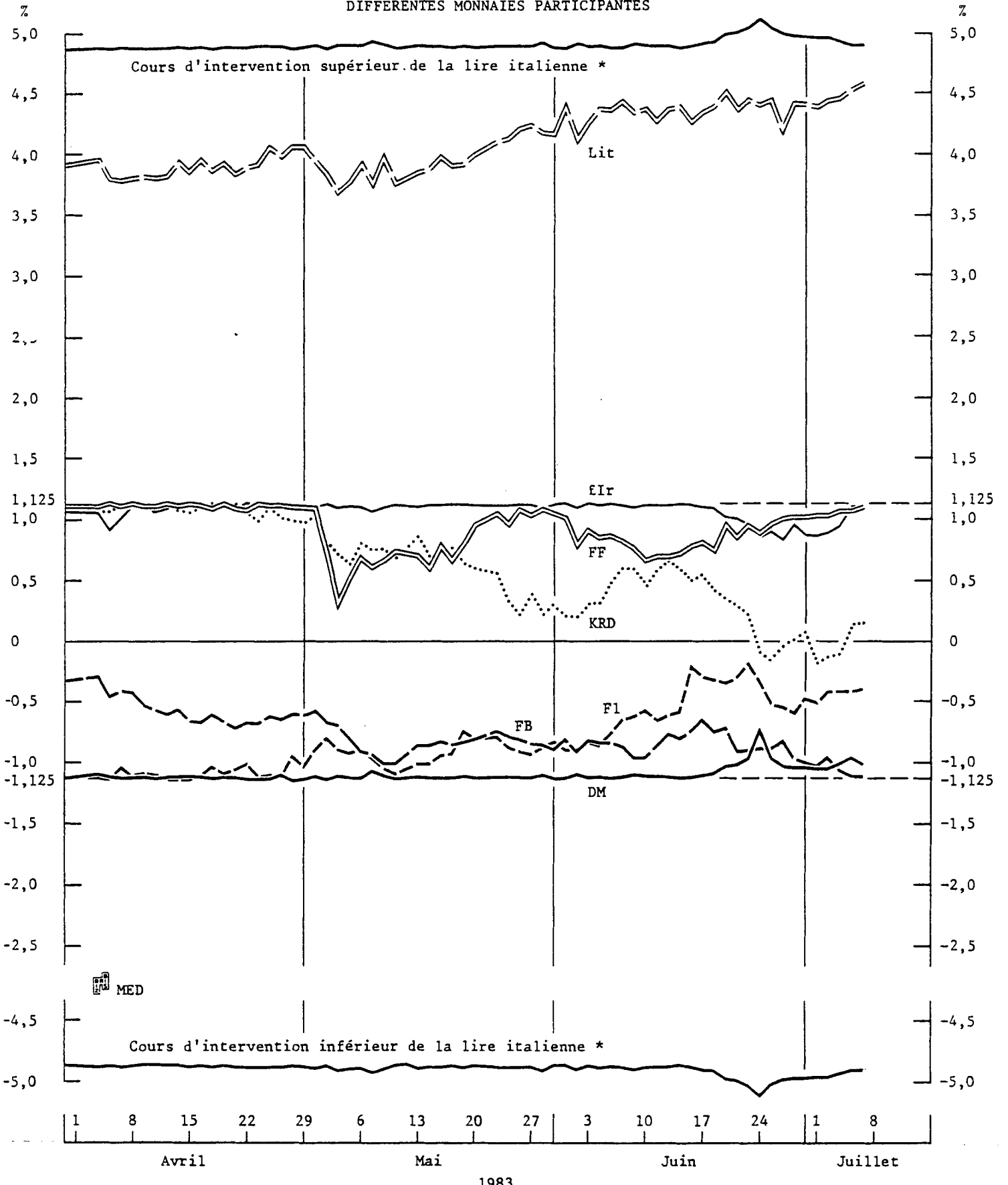
fois de plus, le deutsche mark a été virtuellement la seule monnaie communautaire dans laquelle des interventions ont eu lieu; celles-ci ont consisté en achats, exclusivement de deutsche marks, de la part surtout de la Banque de France et de la Banca d'Italia.

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 *



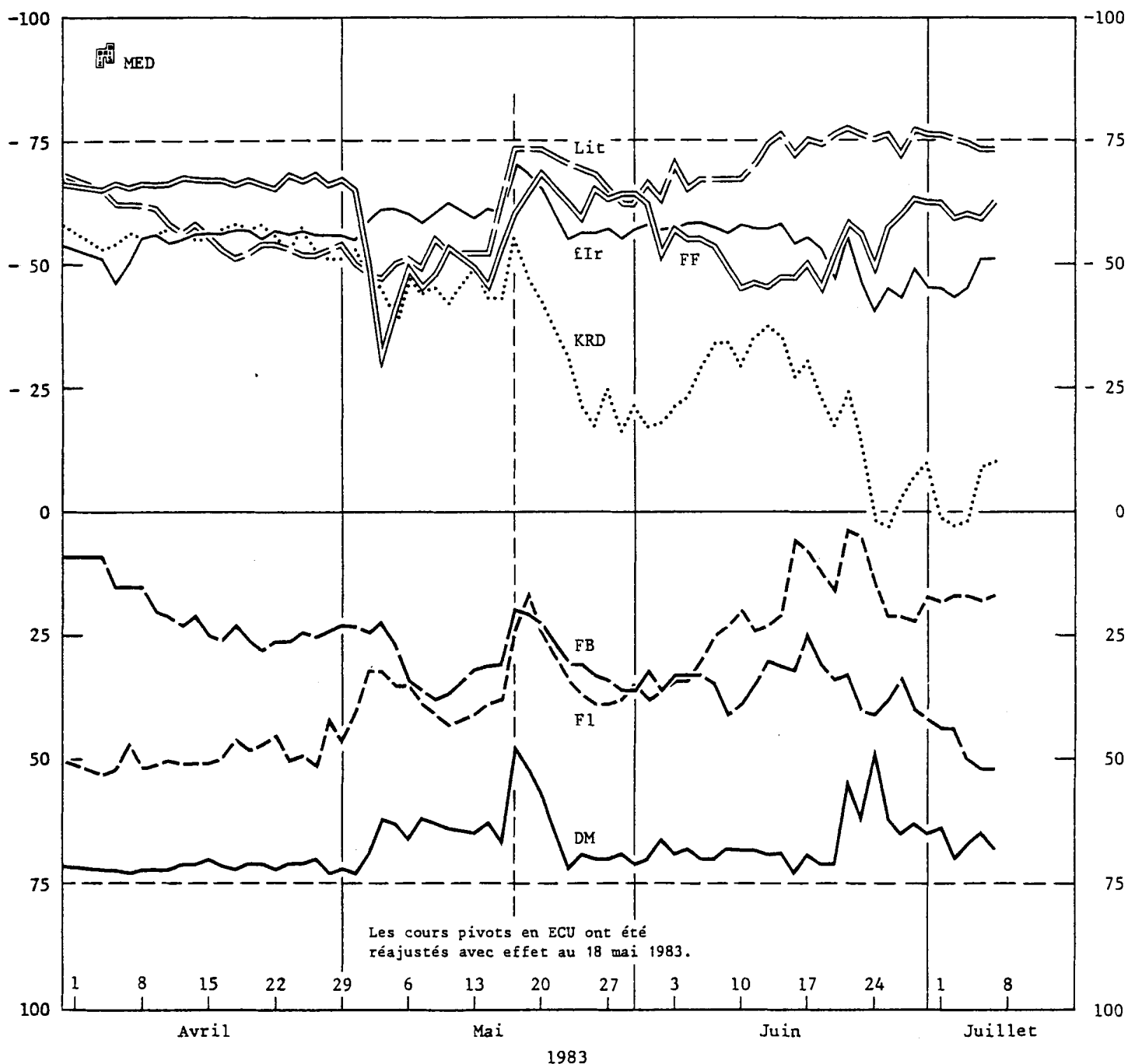
* ECU 1,08517; £ 0,52206; DR 57,3424; \$Can 1,1862; FS 1,7985; Yen 219,60; KRS 5,5325; KRN 5,8050; cours médian des monnaies participant au SME 1,0705. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés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

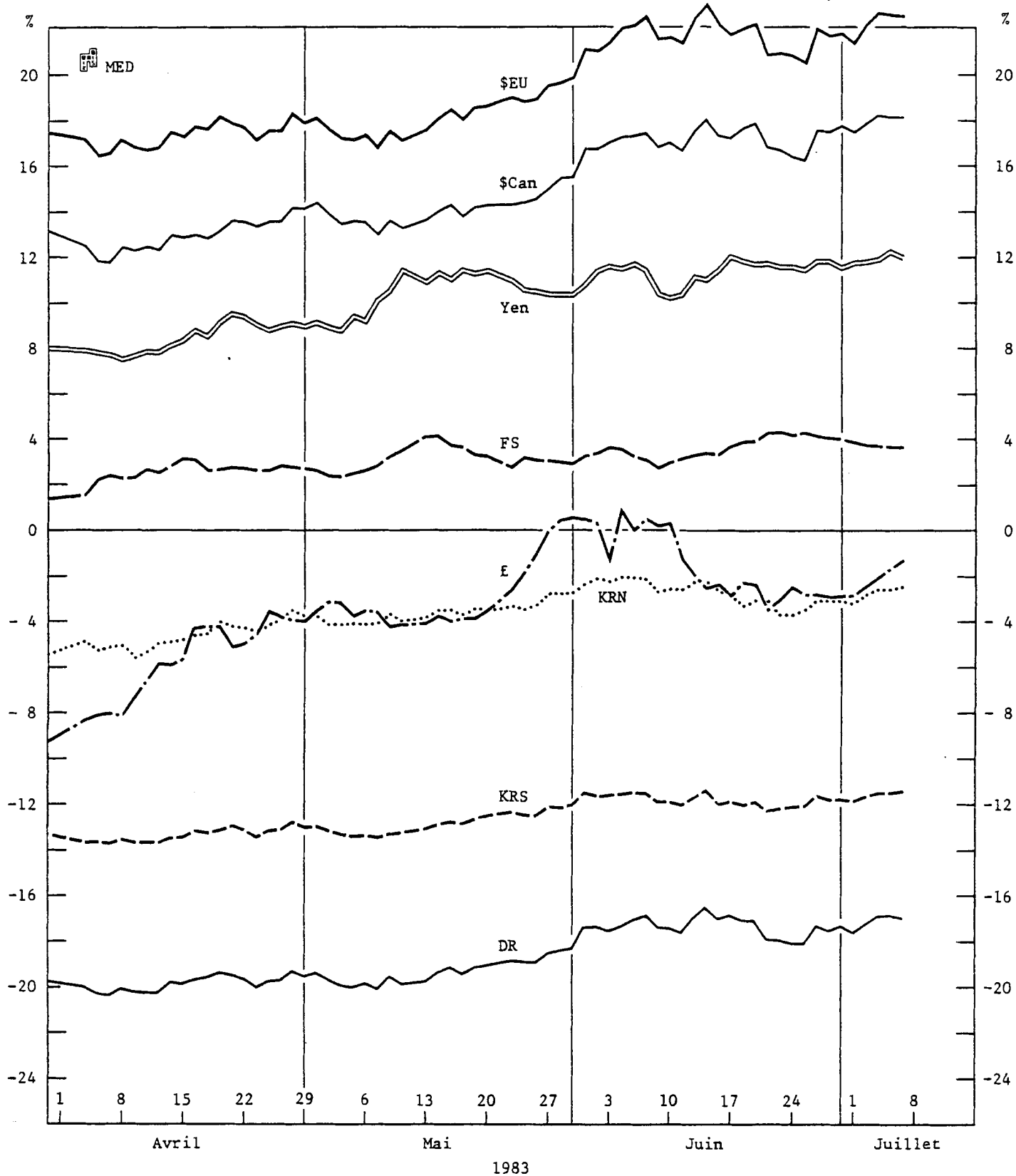
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

7 juillet 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 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.

7 juillet 1983

Comité des Suppléants

RAPPORT ORAL DU PRESIDENT
SUR CERTAINS ASPECTS DU FONCTIONNEMENT DU SME

A la suite du mandat donné par le Comité des Gouverneurs, le 10 mai 1983, les Suppléants ont examiné certains aspects du fonctionnement du SME sur la base du Rapport No 49 établi par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard. Ce rapport, qui a été adressé aux Gouverneurs, est centré autour du problème des mouvements de capitaux spéculatifs et des techniques ou mesures destinées à limiter ces mouvements.

I. CONDITIONS GENERALES

Sur un plan général et ainsi qu'il est souligné dans le rapport des experts, la manière la plus efficace de limiter les tensions sur les marchés est de réaliser une meilleure convergence à l'intérieur du SME, de sorte que les doutes entretenus à propos de la stabilité des cours de change n'aient pratiquement plus de raison d'être. En effet, les tensions dans le SME, qui ont eu tendance à s'intensifier durant les deux dernières années, ont eu généralement pour origine des anticipations de brusques variations des cours de change, anticipations qui sont nées, dans une large mesure, du sentiment des marchés que les cours de change en vigueur ne reflétaient pas entièrement les divergences économiques des pays participant au système.

Une plus grande convergence des politiques économiques de ces pays est donc nécessaire pour assurer au système un fonctionnement satisfaisant. A cet égard, certains Suppléants ont souligné que les perspectives dans ce domaine sont à l'heure actuelle plus encourageantes qu'auparavant. En effet, même si les résultats économiques font encore ressortir des écarts importants (par exemple en matière d'inflation), l'infléchissement de l'orientation de la politique économique dans certains pays permet d'espérer des progrès dans un avenir proche.

Les techniques destinées à limiter les mouvements spéculatifs ne peuvent pas supprimer ou même réduire le besoin d'ajuster les parités en fonction des divergences économiques entre les pays du SME. A l'inverse, certaines modifications pourraient influencer défavorablement sur la nature et la crédibilité du système.

II. MESURES MISES EN OEUVRE EN VUE D'ASSURER LE FONCTIONNEMENT DU SME

Le rapport des experts montre que, face aux tensions sur les marchés de changes, en particulier à l'intérieur du SME, les autorités ont recouru à des actions variées à propos desquelles certaines remarques peuvent être faites.

1. Tout d'abord, la réussite des actions entreprises en vue d'atténuer les anticipations de change semble dépendre d'un dosage approprié des mesures appliquées. Ainsi, des mesures d'ordre monétaire externe ne sont véritablement efficaces que si elles sont accompagnées de mesures adéquates dans le domaine de la politique économique interne.

Par exemple, l'effet stabilisateur des interventions intramarginales est renforcé si les autorités n'en compensent pas l'impact sur la liquidité interne ou à plus forte raison si elles prennent des dispositions monétaires pour accentuer cet impact. En outre, il a été signalé que ces interventions intramarginales, dès lors qu'elles sont réalisées en monnaies communautaires, présentent, par rapport à des interventions en dollars, l'avantage d'exercer un double effet de rapprochement sur les monnaies concernées. En revanche,

elles peuvent influencer sur les conditions monétaires internes du pays partenaire dont la monnaie est utilisée.

2. Deuxièmement, en ce qui concerne les mesures de contrôle des changes, auxquelles certains pays ont recouru ces dernières années, les Suppléants partagent le sentiment des experts que de telles mesures ne devraient pas être considérées comme un moyen adéquat pour faire face aux difficultés de balance des paiements. En outre, même si ces mesures sont prises initialement à titre temporaire, l'expérience montre qu'il est souvent difficile de les abolir ultérieurement.

3. Troisièmement, du point de vue cambiaire, il y aurait eu intérêt, dans certains cas, à procéder plus tôt aux réalignements des cours-pivots en vue de limiter l'ampleur des mouvements spéculatifs et, partant, des interventions. A cet égard, il semble exister une réticence dans certains pays, notamment parmi les plus grands de la Communauté, à ajuster isolément le cours de leur monnaie. De tels retards ou attitudes en ce qui concerne les réalignements sont souvent coûteux en termes de devises utilisées pour soutenir la monnaie nationale ; en revanche, ils peuvent fournir le temps nécessaire pour mettre au point et rendre acceptables les mesures de stabilisation accompagnant les réalignements. L'expérience du SME, surtout au cours des deux dernières années, fait donc ressortir un lien entre les réalignements et les programmes d'assainissement, ce qui signifie que le choix du moment pour réaligner ne dépend pas essentiellement de considérations techniques mais plutôt de la possibilité ou de la volonté des autorités d'adopter les politiques de stabilisation nécessaires.

En extrapolant cette constatation fondée sur l'expérience, on pourrait avancer que, tant que l'idéal de réalignements peu fréquents et de faible ampleur ne pourra pas être atteint, ou, en d'autres termes, tant que la convergence au sein du SME n'aura pas sensiblement progressé, il semblerait préférable d'envisager des réalignements plus importants mais moins fréquents. Une telle approche peut comporter certains risques ; d'une part elle peut encourager la spéculation en la rendant plus profitable, d'autre part elle peut conduire à une certaine escalade dans l'ampleur des réalignements

car pour être crédibles les ajustements de cours-pivots risquent de devoir être au moins aussi importants sinon plus que les précédents. Toutefois, ces dangers peuvent être considérés comme moindres que celui de transformer le SME, par des ajustements fréquents, en un système de parités glissantes.

III. LECONS A TIRER DE L'AMPLEUR DES MARGES

L'examen par les experts des implications d'un recours plus généralisé aux marges élargies a amené les Suppléants à la conclusion qu'une telle initiative présenterait des avantages aléatoires tandis que ses inconvénients paraissent plus patents.

En premier lieu, il convient de souligner que les enseignements à tirer de l'expérience italienne de marges élargies ne sont pas entièrement convaincants. En effet, la marge élargie n'a été utilisée que de manière limitée et elle a permis, seulement lors de quelques réalignements, d'éviter des changements brusques des cours de marché de la lire, en particulier par rapport au deutsche mark. Enfin, comme les experts l'ont relevé, les pressions spéculatives ont eu tendance à se concentrer avant tout sur les monnaies les plus faibles observant les marges étroites et donc à épargner, dans une certaine mesure, la lire italienne. La situation de celle-ci aurait probablement été différente si toutes les monnaies du SME avaient bénéficié de la marge de 6 %.

Les avantages possibles d'une généralisation des marges élargies semblent être hypothétiques :

- Il est loin d'être certain que les banques centrales utiliseraient le surcroît de marge de manoeuvre que leur confèreraient des marges élargies. En effet, l'expérience montre que la marge étroite de 2,25 % n'est utilisée, dans sa totalité, que rarement, en général juste avant des réalignements. Dans le cas d'une pression à la baisse, il est en effet estimé plus aisé de défendre la monnaie à l'intérieur des marges qu'aux cours limites. En sens inverse, à l'occasion du renversement des positions qui

se produit normalement après un réalignement, le désir de récupérer les pertes de devises réalisées antérieurement ou de desserrer les conditions monétaires internes freine l'appréciation de la monnaie nationale.

- Dans la mesure où les autorités feraient usage du surcroît de marge de manoeuvre, les cours de marché fluctueraient plus fortement qu'actuellement dans le régime de marges étroites. Il est difficile cependant de dire si cette plus grande volatilité des cours serait de nature à limiter les mouvements de capitaux spéculatifs ou, au contraire, à les intensifier.

L'efficacité des marges élargies pour réduire la spéculation semble donc aléatoire alors que les inconvenients apparaissent certains. En effet un élargissement substantiel des marges :

- représenterait un recul dans l'intégration monétaire européenne et pourrait changer la nature du SME,
- affaiblirait les contraintes et la discipline qu'implique le respect de cours de change stables, et risquerait donc d'aggraver les divergences économiques entre les pays du SME,
- accentuerait l'incertitude sur les marchés des changes alors qu'à l'heure actuelle les agents économiques peuvent compter sur la stabilité à court terme des cours de change intra-communautaires ; or l'accroissement du risque de change alourdirait le coût du commerce international, notamment celui au sein de la Communauté, et pourrait éventuellement entraîner, en compensation, des écarts plus grands de taux d'intérêt entre les pays de la CEE,
- soulèverait d'autres problèmes, notamment dans le domaine de la politique agricole commune.

Dans ces conditions, les Suppléants sont d'avis que le régime actuel de marges de 2,25 % pour la presque totalité des monnaies participant au mécanisme de change ne devrait pas être modifié.

IV. CERTAINS ASPECTS DU MECANISME DE CREDIT AINSI QUE DE L'ECU

Les suppléants ont, à cet égard, retenu largement les résultats de l'examen fait par le groupe d'experts. Le fonctionnement du financement à très court terme a été satisfaisant, particulièrement pour ce qui est de la durée du crédit, les règles de prolongation ayant été appliquées avec souplesse. Toutefois, certains Suppléants se sont demandé si les dispositions régissant le renouvellement automatique du financement à très court terme ne pourraient pas être libéralisées.

Par ailleurs, il a été fait remarquer que le financement à très court terme n'a correspondu qu'à environ un quart des interventions effectuées en monnaies du SME et que le soutien monétaire à court terme n'a jamais été utilisé depuis l'établissement du SME. Il s'ensuit que la recours à ces mécanismes de crédit tend, selon certains Suppléants, à revêtir un caractère exceptionnel, voire dramatique, qui peut avoir des incidences défavorables sur l'opinion publique et sur la tenue de la monnaie du pays utilisateur. De l'avis des mêmes Suppléants, il pourrait donc être utile de chercher des moyens pour dédramatiser l'usage de ces crédits, par exemple en facilitant le financement d'interventions intramarginales par le FECOM.

Les règlements intracommunautaires n'ont pas engendré, sur l'ensemble des quatre années d'existence du SME, d'importants soldes nets en Ecus. Très peu de banques centrales ont enregistré des positions débitrices nettes élevées pour des périodes prolongées et il n'y a pas eu d'indication jusqu'ici que des banques centrales auraient progressivement accumulé des soldes créditeurs notables.

*

*

*

Au total, bien que les Suppléants ne suggèrent aucune modification aux règles de fonctionnement actuelles, ils ont réaffirmé leur attachement au SME qui leur apparaît comme un système indispensable dans un ensemble économique en voie d'intégration et dans lequel le taux de change ne saurait être géré individuellement, sans tenir compte des répercussions sur les pays partenaires.