

Confidentiel

PROCES-VERBAL\*DE LA 159e SEANCE  
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES  
DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A LA BANK OF ENGLAND A LONDRES  
le vendredi 30 octobre 1981 à 15 heures

---

Sont présents: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par M. Loehnis; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Arsenis; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière; M. Reynolds, représentant le Gouverneur de la Central Bank of Ireland; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi; M. Szász, représentant le Président de la Nederlandsche Bank; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission, M. Padoa-Schioppa; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, sont aussi présents.

Le Président ouvre la séance en exprimant son plaisir de recevoir ses collègues à la Bank of England et en souhaitant la bienvenue à M. Arsenis, le nouveau Gouverneur de la Banque de Grèce.

- I. Préparation de la réunion informelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs de la CEE reposant sur:
- la continuation de l'échange de vues périodique sur la coordination des politiques de change des pays de la CEE à l'égard des monnaies tierces, notamment le dollar,
  - l'appréciation de l'évolution des taux d'intérêt internationaux

---

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

Le Président invite les Gouverneurs à avoir un échange de vues très libre qui pourrait porter notamment sur:

- les changements qui ont pu se produire depuis l'été, en particulier dans l'attitude des autorités américaines qui semblent être devenues un peu plus sensibles aux vues des Européens;
- les perspectives, dans le domaine des taux de change et plus spécialement au sein du SME, après l'impact favorable du réalignement du 5 octobre 1981;
- les perspectives en matière de taux d'intérêt où une certaine accalmie se dessine.

M. Pöhl indique que la volatilité des taux de change est néfaste; l'absence d'interventions de la "Fédérale" n'aide pas à réduire les problèmes, mais il semble qu'un changement dans l'attitude américaine n'est pas à exclure. Les perspectives pour les prochains mois apparaissent meilleures:

- la relation dollar-deutsche mark devrait se stabiliser (les attentes redeviennent favorables au DM en liaison notamment avec une amélioration de la balance courante);
- les taux d'intérêt américains devraient continuer à baisser par suite, en particulier, de la récession qui risque d'être assez marquée aux Etats-Unis;
- les prix du pétrole devraient rester stables pendant un certain temps et même baisser en termes réels.

Tous ces éléments devraient contribuer à augmenter la marge de manoeuvre en matière de politique monétaire. Il est donc important que la coopération soit étroite entre les autorités de la CEE et aussi avec celles des Etats-Unis; ces dernières devraient abandonner leur attitude de "benign neglect".

M. de la Genière remercie ses collègues pour la bonne coopération qui s'est manifestée à l'occasion du réalignement, et plus particulièrement la Deutsche Bundesbank pour sa coopération qui permet à la Banque de France de rembourser une fraction notable de sa dette au moyen d'interventions. L'action des autorités françaises vise en particulier à reconstituer les réserves officielles et à abaisser les taux d'intérêt à court terme. En ce qui concerne les Etats-Unis, M. de la Genière

espère que l'évolution de l'attitude des autorités se concrétisera mais il considère que l'ampleur du déficit budgétaire américain risque de maintenir des taux d'intérêt élevés et volatiles.

Le Président reconnaît que les chiffres du déficit du budget des Etats-Unis restent élevés; toutefois, comme les responsables américains l'ont dit, les chiffres comptent peut-être moins que la tendance vers une réduction progressive.

M. Ciampi souligne les difficiles problèmes que pose pour la gestion monétaire interne la volatilité du cours du dollar. Si l'attitude des Etats-Unis est susceptible de changer, il serait utile d'en tirer avantage et de présenter, sous une forme à préciser, une position européenne commune. Le dernier réalignement au sein du SME a été opéré à un moment opportun; toutefois, il aurait été extrêmement souhaitable que la France et la République fédérale d'Allemagne, qui ont pris l'initiative du réalignement, consultent les autres partenaires du SME avant que la procédure formelle soit engagée.

Le Président fait remarquer que le dernier réalignement, comme les précédents, a enrichi l'expérience dans ce domaine et qu'il importe d'en tirer la leçon pour l'avenir.

M. de Strycker estime qu'il est important de convaincre les Etats-Unis de modifier leur attitude à l'égard du cours du dollar. En effet, l'expérience des dernières années a montré que les marchés tendent à exagérer leurs réactions et ne se fondent pas uniquement et principalement sur les éléments fondamentaux. Les variations de cours (de 30 à 40% en quelques mois) ont été excessives et ont joué un rôle dans la détérioration de la situation économique internationale; il convient donc de les éviter ou de les atténuer. A cette fin, les banques centrales peuvent agir essentiellement par deux moyens: les taux d'intérêt et les interventions sur le marché. Le premier moyen posant souvent un conflit avec les exigences internes, le second devrait être davantage employé. Sans chercher ni à s'opposer aux tendances fondamentales, ni à établir un cours fixe ou même une zone pour le dollar, les banques centrales devraient être plus actives sur les marchés. Etant donné que du côté européen la tâche revient essentiellement à la Deutsche Bundesbank, il conviendrait d'établir avec celle-ci une politique coordonnée d'intervention.

M. Pöhl se déclare opposé à des interventions massives ou allant à l'encontre des tendances fondamentales mais il n'exclut pas l'utilisation de cet instrument car les fluctuations de cours sont effectivement parfois erratiques et excessives. De fait, les interventions en dollars de la Deutsche Bundesbank ont été plus importantes en 1981 qu'en 1980, alors que celles de la "Fédérale" ont été insignifiantes. La forte hausse du dollar a probablement touché sa fin et, dans l'ensemble, l'évolution récente de la situation devrait accroître progressivement la marge de manoeuvre et permettre ainsi à la Bundesbank de relâcher quelque peu sa politique monétaire restrictive.

Le Président rappelle que, même après le réalignement du 5 octobre, les fluctuations du deutsche mark ont été importantes; il estime qu'un changement de l'attitude américaine en ce domaine est des plus nécessaires.

M. Szász partage aussi le souci d'obtenir des taux de change plus stables mais, outre le problème des fluctuations du dollar, il y a celui de son niveau. Or, des interventions destinées à lisser les cours ne résolvent pas ce dernier problème. En revanche, on pourrait connaître prochainement un dollar plus faible (ce qui donnerait une certaine latitude surtout pour les taux d'intérêt) par suite de la récession et de la détérioration des comptes courants aux Etats-Unis. Il est à craindre toutefois qu'en se cumulant ces deux facteurs conduisent à une forte baisse du dollar qui serait aussi néfaste. M. Szász estime que le dernier réalignement dans le SME a été amené surtout par les attentes qui se sont développées à l'égard des taux de change mais qu'une telle opération tend à alimenter et à aggraver les différentiels d'inflation dans la CEE, ce qui pose manifestement un problème pour l'avenir du système.

M. Pöhl rappelle qu'il n'est pas en faveur d'interventions en deutsche marks de la "Fédérale"; celle-ci pourrait ensuite utiliser librement les balances ainsi accumulées, ce qui aurait pour effet d'endommager la politique monétaire interne allemande. En conséquence, il conviendrait que dans les contacts avec la "Fédérale" on plaide plutôt pour un abandon de son "benign neglect" et pour la possibilité qu'elle intervienne, de temps à autre, spécialement en cas de fluctuations excessives.

M. Padoa-Schioppa considère que le réalignement du 5 octobre 1981 a été un succès mais qu'il a révélé, en matière de procédure, la nécessité que les éléments essentiels d'un accord général soient cherchés avant que les réunions ne s'ouvrent à Bruxelles, c'est-à-dire avant que le point de non-retour ne soit atteint. Le réalignement a aussi révélé que le SME est encore assez fragile et qu'il a besoin d'être renforcé. A cet égard, une stratégie devrait être conçue. En ce qui concerne l'évolution du cours du dollar, il observe qu'à côté d'un scénario favorable (stabilité du dollar et attitude américaine plus pragmatique en matière d'intervention), il ne faut pas ignorer le danger d'un scénario moins favorable, comportant une baisse excessive du dollar et le maintien du "benign neglect".

M. Arsenis indique que, bien que n'étant pas membre du SME, la Grèce est évidemment touchée par les fluctuations du dollar et par le niveau élevé des taux d'intérêt. Les autorités grecques sont en train d'établir un programme économique à court terme axé sur la lutte contre l'inflation (pour laquelle la banque centrale joue un rôle-clé), sur le redressement de la balance des paiements et sur l'assainissement des finances publiques.

M. Hoffmeyer est aussi d'avis que les fluctuations du dollar constituent un problème sérieux; il note que ces fluctuations se sont accrues depuis 1973 en dépit d'une augmentation considérable des interventions. Les taux d'intérêt réels sont certainement trop élevés vu la nécessité de stimuler et de développer les investissements. Toutefois, les déficits publics sont tels que des taux d'intérêt élevés sont nécessaires (les banques centrales ne devraient pas permettre un financement du Trésor à des conditions faciles) et que, par conséquent, on peut se demander si une baisse du cours du dollar permettra de réduire sensiblement les taux d'intérêt.

M. Pöhl signale que l'ampleur et surtout la détérioration des déficits publics résultent, dans une très large mesure, de la mauvaise situation économique. D'autre part, en Allemagne, l'accélération de l'inflation est imputable principalement à la détérioration des termes de l'échange (près des 2/3 de la hausse des prix est due à ce facteur externe). En conséquence, si l'affaiblissement du dollar se poursuit,

l'évolution en matière d'inflation devrait être plus favorable. En revanche, les perspectives ne sont pas encore très brillantes pour ce qui est de l'activité économique; la forte expansion des exportations, essentiellement vers les pays de l'OPEP, est néanmoins un point très positif.

M. Reynolds se déclare satisfait du dernier réalignement; la livre irlandaise a pu être maintenue aux environs du milieu de la bande et les interventions, importantes avant le 5 octobre, n'ont plus été nécessaires depuis lors. La manière dont a été présentée le réalignement a été bénéfique pour l'Irlande, en ce sens que celle-ci est apparue dans le groupe des pays au point zéro. En ce qui concerne l'évolution du dollar, un affaiblissement semble probable mais une dépréciation très rapide ne serait pas souhaitable. La baisse des taux d'intérêt américains dépendra principalement de l'évolution du déficit du budget.

M. Jaans pense que la coordination des politiques de change à l'égard du dollar est moins d'actualité aujourd'hui qu'il y a six mois. Il reste toutefois que l'attitude des autorités américaines peut justifier des remarques, d'une part en ce qui concerne le taux de change, d'autre part à propos de la lutte contre l'inflation qui repose trop sur la politique monétaire, ce qui a des effets néfastes pour les autres pays, notamment en Europe.

M. Ciampi fait observer qu'en Italie une modique réduction du taux annuel d'inflation de 1% (soit de 20 à 19%) peut être considérée comme un succès relatif, étant donné la forte hausse du dollar. L'objectif est toutefois d'abaisser ce rythme et à cette fin des efforts sont engagés pour réduire les besoins d'emprunt de l'Etat. Dans ce contexte, la banque centrale doit s'opposer à un relâchement du niveau des taux d'intérêt.

Le Président clôt la discussion en indiquant qu'il n'y a pas lieu de tirer des conclusions précises mais que l'échange de vues a permis de dégager des réflexions intéressantes sur lesquelles il fera un bref exposé oral lors de la réunion informelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs des banques centrales de la CEE qui aura lieu demain, 31 octobre 1981.

II. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

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

En raison du manque de temps, le Président propose de renvoyer cet échange de vues à une séance ultérieure du Comité.