

PROCES-VERBAL*

DE LA QUATRE-VINGT-SEIZIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 NOVEMBRE 1975 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank et Président du Comité, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Klasen, accompagné par MM. Emminger, Jennemann et Titzhoff; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Whitaker, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Ossola, Ercolani et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et Boot; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Gilchrist; assistent en outre le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Mosca; Lord O'Brien of Lothbury, Président de l'Association des banques britanniques; les Présidents des groupes d'experts, MM. Kirbyshire, Heyvaert et Bastiaanse. Le Secrétaire Général du Comité, M. d'Aroma, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Freeland sont aussi présents.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à Lord O'Brien qui assiste à la présente réunion en vue des discussions du Comité sur le point III de l'ordre du jour.

I. Approbation du procès-verbal de la 95e séance

En raison de l'envoi tardif du projet, le Comité convient de ne pas approuver formellement dès cette séance le procès-verbal, mais de considérer que celui-ci sera approuvé si, d'ici une semaine, aucune demande d'amendement n'est adressée au secrétariat.

* Texte définitif approuvé lors de la séance du 9 décembre 1975 et ne présentant, par rapport au projet, que quelques légères modifications de forme.

II. Rapport succinct sur l'évolution de la concertation au cours du mois d'octobre 1975

A l'invitation du Président, M. Heyvaert fait l'exposé résumé ci-après.

Durant le mois d'octobre, la tenue du dollar a été extrêmement irrégulière, essentiellement en raison des incertitudes relatives aux répercussions de la situation financière de la ville de New York.

Les hausses et les baisses de cours de la monnaie américaine se sont succédés sans arrêt. Les écarts quotidiens ont fréquemment été compris entre 1/2 et 1%. La limite de 1% a été dépassée au cours de trois journées sur plusieurs places: à deux reprises dans le sens de la baisse, une fois dans le sens de la hausse. Cette évolution s'est traduite finalement par un glissement du dollar dont le disagio moyen s'est accru de 1% le 30 septembre à 5% le 31 octobre vis-à-vis des monnaies du "serpent".

Par contre, celles-ci ont fait preuve de beaucoup moins d'instabilité et d'une excellente cohésion. La position de chacune d'elles par rapport aux partenaires dans le "serpent" ne s'est guère modifiée. L'épaisseur de la bande communautaire a varié de 1,25% à 1,75% avec une tendance dominante à rester inférieure à 1 1/2%.

Le florin en a occupé pratiquement en permanence le bord supérieur, suivi régulièrement de près par le franc français et la couronne danoise. Le franc belge et le mark allemand sont restés non loin du bord inférieur, occupé pratiquement sans discontinuer par la couronne norvégienne.

La couronne suédoise s'est maintenue dans une position intermédiaire.

Enfin, l'écart entre le florin et le franc belge s'est assez fréquemment situé entre 1,25% et la limite de 1,50%.

Aucune intervention en monnaie européenne n'a été par conséquent nécessaire. Par contre, les banques centrales sont demeurées très actives dans le marché du dollar; à l'achat comme à la vente, les interventions ont souvent porté sur des montants relativement élevés.

La nouvelle orientation de la politique d'intervention, déjà soulignée dans le rapport précédent et qui comporte des actions destinées à éviter des interventions en monnaies communautaires, s'est confirmée. En effet, aussi bien des banques centrales du "serpent" que les autres ont procédé fréquemment à des interventions allant dans le même sens que celui du marché, c'est-à-dire achats de dollars à des cours en hausse ou inversement, de même

qu'à des opérations simultanées en sens opposé. Certains cas d'achats et de ventes de dollars par une même banque centrale au cours de la même journée ont même été relevés.

Six banques centrales du "serpent" ont acheté ensemble net une somme de \$1.465 millions, la septième a vendu net \$130 millions. Par solde, les banques centrales du "serpent" ont donc acheté net \$1.335 millions.

La part de la Banque de France dans le volume global des interventions (achats et ventes réunis) représente 58%, celle de la Deutsche Bundesbank 18%, celle de la Nederlandsche Bank et de la Norges Bank, chacune 8%.

Conformément à la décision prise par le Comité des Gouverneurs le 14 octobre dernier, la Banque Nationale Suisse a été invitée à participer aux concertations quotidiennes. Elle s'y est jointe, à partir du 17 octobre, sans avoir été reliée aux réseaux de conférence. L'ensemble des banques centrales dont la monnaie flotte, y compris donc cette fois la Banque Nationale Suisse, ont également apporté un soutien au dollar: leurs opérations dans le marché se soldent en effet par un achat global net de \$575 millions.

La Bank of England et la Banque Nationale Suisse ont procédé à des achats nets, la Banca d'Italia à une vente globale nette. Les opérations de la Banque Nationale Suisse représentent 61% du volume global des interventions des trois banques centrales dont la monnaie flotte.

L'ensemble des banques centrales qui participent à la concertation ont donc contribué à soutenir le dollar dans une mesure considérable, puisqu'elles ont acquis net pas moins de \$1,9 milliard durant le mois d'octobre.

De son côté, la Federal Reserve Bank of New York a procédé à quelques achats et à quelques ventes d'une monnaie européenne, en l'occurrence le mark allemand. Ces opérations, qui n'ont porté que sur des montants très peu importants, se sont traduites par solde par un achat net de \$17 millions.

La contribution de la Federal Reserve Bank of New York à la régularisation du marché du dollar a donc été très faible.

Aucun mouvement n'a été signalé dans les arrangements de swap conclus entre la Federal Reserve Bank of New York et ses partenaires européens.

En plus des interventions directes au comptant sur le marché des changes, il y a lieu, pour comprendre l'évolution des réserves de certaines banques centrales, de relever les observations suivantes:

- La Nederlandsche Bank a conclu des swaps comportant également l'achat de dollars au comptant, afin d'alimenter le marché monétaire local en florins.
- Par contre, la Banque de France a procédé à des swaps en sens inverse pour un montant légèrement inférieur à la moitié de ses achats de dollars au comptant, en vue de retirer du marché l'équivalent en francs français. D'autre part, le marché français n'a été alimenté en octobre qu'à concurrence de l'équivalent de 54 millions d'UCME par la vente du produit d'emprunts d'organismes publics. Enfin, les réserves de la Banque de France ont été influencées par deux dépôts importants de dollars constitués par des pays producteurs de pétrole.
- Les achats de dollars de la Bank of England dans le marché représentent en réalité autant la couverture partielle, réalisée aux moments jugés les plus opportuns, de ventes directement effectuées à la clientèle ou à d'autres banques centrales par prélèvement sur les réserves, que des interventions de régularisation.
- Les achats de dollars de la Banque Nationale Suisse dans le marché ont dépassé légèrement, soit de \$88 millions, ses ventes correspondant à la conversion par des non-résidents du produit d'emprunts en francs suisses.
- Les ventes de la Banca d'Italia sont pratiquement couvertes par le produit de nouveaux emprunts à l'étranger.

Par rapport à l'ensemble des monnaies du "serpent", la livre sterling et la lire italienne se sont affaiblies pendant le mois d'octobre, la première à raison de 1,75% environ en moyenne et la seconde à concurrence de 1,50%. Par contre, le franc suisse s'est encore raffermi dans une mesure qui atteint 0,65%. L'appréciation du franc suisse vis-à-vis de l'ensemble des monnaies du "serpent" atteint donc, depuis le 1er mai 1975, un peu plus de 5,50%.

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé; il rappelle que les modalités d'intervention des banques centrales de la CEE font actuellement l'objet d'un examen par le groupe d'experts dont les résultats seront soumis aux Gouverneurs avant la prochaine séance du Comité de décembre.

III. Examen du second rapport établi par le comité ad hoc présidé par M. Kirbyshire sur les projets de loi américains concernant les banques étrangères

Le Président remercie M. Kirbyshire des travaux très détaillés que le comité ad hoc a accomplis.

A. Exposé de M. Kirbyshire

Le rapport élaboré par le comité ad hoc couvre notamment les deux questions essentielles suivantes:

- Contenu du projet de loi du Foreign Bank Act 1975: selon l'avis du comité ad hoc, le projet de loi de la Réserve Fédérale ne présente pas, d'une façon générale, de difficultés insurmontables pour les banques européennes installées aux Etats-Unis; il constitue probablement la meilleure législation qu'on puisse obtenir dans les circonstances actuelles.
- Possibilités d'action: le comité ad hoc estime qu'il n'appartient pas aux banques centrales ou aux autres autorités de contrôle de la CEE de représenter officiellement les banques commerciales devant le Congrès des Etats-Unis. Cette mission sera assurée par la Fédération bancaire européenne qui a confié à Lord O'Brien la tâche de déposer devant la Commission bancaire du Sénat lorsque celui-ci organisera, probablement en décembre, les auditions sur le projet de loi de la Réserve Fédérale.

Il est d'ailleurs à noter que les préoccupations du comité ad hoc concernant l'accueil que ce projet de loi de la Réserve Fédérale pouvait recevoir au Congrès ont été confirmées par les publications récentes émanant des membres du Congrès Saint-Germain et Reuss. En effet, ceux-ci ont exprimé des idées assez hostiles à l'égard des banques étrangères, lesquelles:

- ne seraient autorisées à entretenir des succursales ou d'agences dans plusieurs Etats que dans la mesure où les "national banks" jouissent du même droit,
- devraient abandonner leur activité en matière de titres,
- ne pourraient plus effectuer la collecte de dépôts par leurs succursales et agences.

Le Comité des Gouverneurs devrait maintenant prendre une décision sur les deux questions suivantes:

- Communication du point de vue collectif du Comité des Gouverneurs au Federal Reserve Board: le comité ad hoc suggère que le Gouverneur Hoffmeyer réponde à la lettre que le Président Burns lui a envoyée le 18 septembre, par une lettre (dont un projet a été élaboré par le comité ad hoc) accompagnée d'un memorandum qui reprend, avec certaines omissions, le texte du chapitre II du rapport. Ces deux documents ont, compte tenu de deux modifications, reçu l'accord des Suppléants.
- Remise à l'"American Banker" d'une copie de la lettre et du memorandum du Comité des Gouverneurs à M. Rees. Le comité ad hoc recommande de donner une réponse négative à la demande formulée par cette organisation auprès de son Président.

B. Conclusions du Comité

Suite à l'exposé de M. Kirbyshire, le Comité aboutit aux conclusions suivantes:

- La lettre de réponse destinée au Président du Federal Reserve Board est adoptée dans le texte revu par les Suppléants; elle sera adressée par le Président du Comité au Président Burns.
- Le Comité prend acte que M. Kirbyshire expliquera à l'"American Banker" que le Comité des Gouverneurs ne peut lui remettre les documents demandés, car les banques commerciales européennes doivent déposer prochainement devant les autorités américaines compétentes à propos de cette question de législation bancaire.
- Le Comité prend note que le comité ad hoc a rempli son mandat et que sans entreprendre de nouveaux travaux, il suivra de près le développement des débats au sein du Congrès américain, en vue de pouvoir tenir les Gouverneurs informés.

IV. Echange de vues sur les problèmes soulevés par le financement du secteur public des pays membres de la CEE

Le Président rappelle que les problèmes soulevés par le financement du secteur public ont fait l'objet récemment de discussions détaillées au sein du Comité monétaire. Il invite M. Bastiaanse à présenter la note établie par le groupe d'experts et M. Zijlstra à dire quelques mots à propos de la note qu'il a transmise aux membres du Comité.

A. Exposé de M. Bastiaanse

La note que le groupe d'experts a élaboré en vue d'un échange de vues préliminaire du Comité des Gouverneurs ne prétend pas constituer un bilan complet de l'incidence des déficits publics sur l'évolution des agrégats monétaires; elle vise d'une part à présenter les données et les prévisions les plus récentes en matière de déficits du secteur public, sans négliger toutefois l'évolution récente des agrégats monétaires, d'autre part à évaluer dans quelle mesure l'aggravation des déficits est due à l'incidence financière des mesures délibérées de relance économique et aux moins-values fiscales entraînées par la récession.

Cette analyse a d'ailleurs rencontré quelques difficultés du fait notamment que certains pays ne disposent pas de prévisions. Dans les circonstances actuelles, il importe que les autorités monétaires des pays membres poursuivent une politique monétaire et du crédit neutre. Toutefois, l'ampleur variable des déficits publics à financer risque de faire naître de nouvelles divergences dans les politiques monétaires appliquées dans les pays membres.

Afin de prévenir ce danger, il faudrait entreprendre des efforts de coordination et un premier pas pourrait être la présentation chiffrée des perspectives en matière de création monétaire et la confrontation des objectifs envisagés par les autorités monétaires des pays membres.

B. Exposé de M. Zijlstra

La note pose deux questions:

- Est-il possible d'arriver à une vue commune sur le degré admissible du financement du déficit public par des moyens monétaires et sur l'ordre de grandeur acceptable du déficit public dans les circonstances économiques actuelles?
- Dans quelle mesure le financement du déficit public sera-t-il assuré en 1976 dans les pays membres par un recours à la création monétaire et dans quelle mesure faut-il s'attendre à ce que la diversité des modalités de financement entraîne des évolutions divergentes des taux d'intérêt et, partant, des tensions à l'intérieur du "serpent"?

Dans l'esprit de la doctrine budgétaire qui est pratiquée avec succès aux Pays-Bas depuis une dizaine d'années, la réponse à la première question est la suivante: le déficit public admissible dans une situation de plein

emploi est limité au montant qui peut être couvert par l'épargne. Un déficit supérieur à cette norme n'est acceptable que pour des raisons cycliques et à titre temporaire.

Il importe donc que les déficits publics actuels soient financés autant que possible par un recours au marché des capitaux et que le solde ne soit couvert par une création monétaire qu'avec beaucoup de prudence, étant donné les dangers que comporte pour plus tard - lorsque la conjoncture reprend - l'accumulation d'abondantes liquidités.

En tout état de cause, il convient de préférer le financement sur le marché monétaire aux formes entraînant une augmentation de la base monétaire, par exemple recours à la banque centrale ou à l'étranger.

En ce qui concerne la seconde question, il est clair que si en 1976, comme cela est à craindre, les déficits publics et les moyens de les financer sont très différents d'un pays membre à l'autre, il y aura des répercussions sur les relations entre les monnaies communautaires et en particulier entre celles du "serpent".

M. Zijlstra ajoute que la notion de déficit normatif a été très utile dans les débats parlementaires et qu'elle a contribué à freiner l'accroissement des dépenses publiques.

C. Discussion du Comité

Le Président invite les Gouverneurs à émettre leurs vues sur les questions exposées dans les documents de M. Zijlstra et du groupe d'experts.

M. Richardson partage dans une certaine mesure la doctrine que M. Zijlstra a présentée dans son document, notamment en ce qui concerne la nécessité d'améliorer les taux de rendement sur les investissements du secteur privé en vue d'une reprise de l'activité économique.

Le Royaume-Uni poursuit, comme les Pays-Bas, une politique visant à financer un déficit public important sans création monétaire excessive. La croissance de celle-ci s'étant accélérée récemment, la Bank of England a relevé de nouveau en octobre son taux minimum. Il faut également éviter qu'une situation de concurrence ne se produise entre le secteur privé et le secteur public lorsque l'activité économique reprendra. Un mécanisme prévoyant des limites de caisse pour les autorités publiques locales a été mis en place pour tenter de freiner l'accroissement des dépenses publiques.

M. Richardson se demande selon quelle méthode les autorités néerlandaises prédisent le volume des fonds d'épargne disponibles pour le financement du déficit public et dans quelle mesure les prévisions ont été confirmées ensuite par les faits. Ce volume est en effet largement déterminé par des éléments comme la propension à l'épargne et la confiance des agents économiques à l'égard des titres du marché des capitaux qui, à en juger d'après l'exemple du Royaume-Uni, subissent certaines variations à court terme.

M. Zijlstra répond à la question posée par M. Richardson en indiquant que le calcul du déficit public normatif se fonde sur les tendances à moyen terme et non sur des anticipations à court terme et que le financement du déficit normatif ainsi calculé a pu toujours être réalisé sans difficultés majeures. Toutefois, il convient de reconnaître qu'en raison de la proportion différente entre la dette publique et le produit national brut, le marché des capitaux peut être plus vulnérable au Royaume-Uni qu'aux Pays-Bas.

M. Baffi indique qu'il n'est pas possible en Italie de faire aussi bien, en matière budgétaire, qu'aux Pays-Bas. Il ne partage pas entièrement l'analyse présentée par M. Zijlstra, notamment en ce qui concerne la distinction entre l'épargne réelle et non réelle. Il existe plutôt une différence entre l'épargne liquide et l'épargne moins liquide. Si on crée trop de liquidités, on crée par l'inflation de l'épargne forcée.

Les objectifs actuels de l'Italie sont moins ambitieux qu'aux Pays-Bas. La politique menée vise à éviter de créer un excès de liquidités dans l'économie qui se traduirait ensuite dans un déficit de la balance des paiements, comme cela s'est produit en 1973, quand la politique générale avait pour but l'expansion à tout prix.

Au cours des années 1973 et 1974, le Trésor n'a pas pu couvrir son déficit par des fonds d'épargne et a donc dû recourir au crédit de la banque centrale. En 1975, la situation s'est nettement améliorée. Grâce aux placements importants de bons du Trésor à moyen terme auprès du public et auprès des banques, l'utilisation du crédit de la banque centrale a pu être réduite au point de correspondre exactement aux objectifs que les autorités monétaires ont fixés en matière d'augmentation de la base monétaire.

M. Clappier pense que les suggestions présentées par M. Zijlstra ont une triple signification.

- La première signification de caractère général est celle d'une bonne doctrine interne qu'on peut partager d'autant plus que certains pays, comme la France, sont en train de ne pas la suivre. En France, le déficit public très large de 1975 est financé à peu près entièrement d'une manière inflationniste. Il en résultera une augmentation en 1975 de la masse monétaire, prise au sens large, qui sera nettement supérieure au taux d'accroissement du produit national brut nominal. Cette situation devrait créer, dans neuf à douze mois, c'est-à-dire au second semestre de 1976, de nouvelles tensions inflationnistes.

Le financement purement monétaire du déficit public est le résultat d'une politique délibérée qui s'inspire d'un nombre de considérations telles que:

- . le financement monétaire est plus économique pour le Trésor,
- . l'endettement public en France est limité, un des plus faibles dans la CEE,
- . le souci de réserver le marché des capitaux au financement des investissements privés.

Parmi ces divers arguments, le dernier semble être le seul valable et encore à condition de le limiter strictement dans le temps.

L'épargne liquide qui est largement une épargne de précaution, est abondante à l'heure actuelle; elle devra être stabilisée par un grand emprunt public qui pourrait contribuer au financement du déficit du Trésor. Une telle émission posera d'ailleurs des problèmes techniques délicats, étant donné qu'on ne sait pas exactement si elle stabilisera l'épargne liquide ou si elle provoquera un désinvestissement dans d'autres formes de placement.

- En ce qui concerne la signification de la notion du déficit normatif comme recette de rigueur budgétaire, il convient de mentionner que la France dispose depuis longtemps d'un système protecteur efficace.

En effet, le déficit budgétaire ne peut être que le fait du gouvernement car la Constitution prévoit que le Parlement vote d'abord le montant des recettes et ensuite celui des dépenses, étant entendu que des dépenses supplémentaires ne peuvent être adoptées que dans la mesure où elles sont couvertes soit par une diminution d'autres dépenses, soit par une augmentation des recettes.

- S'agissant des conséquences de la disparité des situations dans les pays membres sur le fonctionnement du "serpent", M. Clappier indique que cette considération a une importance majeure. En effet, ce mécanisme suppose une harmonisation préalable et continue des politiques économiques et financières des pays membres. Or, il existe des différences dans les situations et les politiques menées risquant de conduire à court terme, dans six mois peut-être, à des tensions à l'intérieur du "serpent".

En conclusion, M. Clappier suggère qu'en attendant l'apparition de ces tensions, redoutées par M. Zijlstra, le Comité mette à profit ses réunions pour examiner par exemple tous les deux ou trois mois, la situation et les perspectives dans les domaines, notamment monétaire, qui sont traités aujourd'hui. De tels examens devraient éclairer les Gouverneurs sur les risques existants ou proches et devraient permettre d'envisager les moyens de s'aider entre partenaires.

M. de Strycker indique qu'il partage les soucis exprimés par M. Zijlstra. La Belgique enregistrera en 1975 et en 1976 des déficits publics importants résultant d'une politique délibérée de relance économique. Toutefois, ces déficits seront financés au moyen de ressources du marché à long et à moyen terme, et même à court terme, et il n'y aura donc pas de création importante de liquidités par la banque centrale.

De toute manière, on ne peut pas prétendre que tout financement monétaire est inflationniste. Les effets des méthodes de financement du déficit public doivent en fait être jugés en prenant en considération divers facteurs, notamment la vitesse de circulation de la monnaie, dont les variations, difficiles à évaluer, jouent un rôle important.

M. Whitaker fait les remarques suivantes:

- La notion du déficit normatif devrait être élargie pour tenir compte du besoin, particulièrement vif en Irlande, d'importer des capitaux pour compléter les ressources nationales.

- En ce qui concerne le degré admissible du financement du secteur public par des ressources monétaires, une norme commune paraît difficilement concevable par suite notamment des différences qui existent entre les pays membres pour ce qui est des effets que le secteur public exerce sur l'activité de l'économie.

- En Irlande, il existe un lien étroit entre le comportement financier du secteur public et la nécessité d'emprunter à l'extérieur. Ce lien est d'autant plus étroit qu'on s'approche d'une situation de plein emploi et il impose au Trésor une discipline sévère du fait que le recours au crédit extérieur est moins facile que l'endettement à l'intérieur du pays.

La situation actuelle de sous-emploi ouvre cependant une certaine marge pour une contribution de la banque centrale au financement du déficit public. Cette contribution ne devrait être donnée qu'à titre temporaire et sous la forme d'achats de titres négociables à court terme, en vue d'assurer pour l'avenir la réversibilité des opérations. Celle-ci suppose cependant que les moyens monétaires ne soient pas utilisés pour des dépenses courantes, mais plutôt pour des dépenses d'investissement public qui constituent d'ailleurs un meilleur remède à la récession actuelle que le maintien à long terme des prestations sociales conçues pour des fluctuations cycliques à court terme. En outre, il importe que les gouvernements libèrent les ressources au profit du secteur privé dès que l'activité économique reprendra, afin d'éviter de nouvelles pressions inflationnistes.

M. Klasen estime que tous les Gouverneurs partagent l'idée fondamentale de l'analyse présentée par M. Zijlstra. Les circonstances variables selon les pays membres amènent toutefois les autorités à moduler cette idée en fonction de leur situation. Le taux d'inflation qu'on enregistrera dans l'avenir permettra de juger la validité des approches choisies par les autorités monétaires dans chaque pays.

M. Klasen indique que la politique d'open-market allemande qui a préoccupé M. Zijlstra, devrait être distinguée nettement du problème du financement du déficit public. En effet, la politique d'open-market a eu pour but de fournir à l'économie les liquidités nécessaires pour la reprise conjoncturelle et de contrecarrer la tendance ascendante du taux du marché des capitaux. Cette tendance, qui n'était pas compatible avec la situation actuelle de récession, ne tenait pas à une propension à épargner trop faible, mais plutôt à un manque de confiance à l'égard des titres du marché des capitaux. Les achats de titres publics par la banque centrale ont complété les effets de libération des réserves minimales des banques commerciales; ils n'ont été effectués que dans la mesure où le gouvernement fédéral ne s'est pas endetté, pendant cette période, à un taux supérieur à celui soutenu par

la Deutsche Bundesbank et ils ont été arrêtés quand, d'une part, l'objectif en matière de croissance de la monnaie de banque centrale a été atteint et, d'autre part, le marché des capitaux a semblé être stabilisé.

Le déficit important actuel du gouvernement fédéral tient notamment au renforcement de la sécurité sociale, à la charge résultant de la réforme fiscale, à des mesures visant à stimuler l'activité économique et aux moins-values fiscales dues à la récession. Le gouvernement envisage certaines mesures visant à améliorer la structure budgétaire dans l'avenir mais, étant donné la situation conjoncturelle actuelle, il est apparu difficile de procéder à un relèvement des impôts avant 1977. Aussi faut-il trouver d'ici là une solution transitoire. La consolidation des dettes flottantes du gouvernement sur le marché des capitaux devrait pouvoir être réalisée à condition que le taux d'inflation puisse encore être abaissé.

Le Président indique à propos de la situation au Danemark que les finances publiques présentent comme ailleurs un déficit important, ce qui constitue une innovation du fait que le budget du gouvernement central a été en excédent au cours des années antérieures.

En raison de la faiblesse de la demande de crédit du secteur privé, le financement du déficit public ne soulève pas de problèmes majeurs à court terme. Il faut cependant éviter une création en excès de liquidités qui comporterait des risques réels à long terme et il convient donc de recourir le plus possible au marché des capitaux, ce qui implique que les taux d'intérêt restent très élevés; à l'heure actuelle, ils se situent à un niveau de 12 à 13% tandis que le taux d'inflation s'élèvera à environ 7 à 8%.

D. Conclusions du Comité

En résumant les discussions, le Président constate que le Comité reconnaît l'utilité et la nécessité d'examiner les problèmes du financement des déficits du secteur public. Toutefois, comme M. Clappier l'a souligné, il convient d'aller au-delà de simples échanges de vues et d'arriver à certaines formes d'action, notamment en vue d'éviter de fortes divergences dans la croissance de la masse monétaire des pays membres, divergences qui ont des effets défavorables sur les relations de change intracommunautaires. Dans cette perspective, il serait utile que les experts des banques centrales préparent des prévisions d'expansion monétaire pour 1976.

M. Clappier souhaiterait que les prévisions soient établies séparément pour les premier et second semestres de 1976. En effet, la période d'incertitude sur le redémarrage conjoncturel devrait durer encore quelques mois et une orientation en matière de création monétaire qui est tolérable dans les conditions actuelles, ne pourrait plus être acceptée lorsque l'activité économique reprendra. En France, par exemple, on prévoit que la reprise de l'activité économique interviendra au cours du premier semestre de 1976 et qu'elle sera accompagnée d'un redémarrage des tensions inflationnistes qui s'accroîtront considérablement au cours du second semestre de 1976.

M. Emminger attire l'attention du Comité sur le fait que certains pays, comme par exemple l'Allemagne, fixent à l'avance des objectifs en matière de croissance de la masse monétaire et qu'ils ne pourraient donc pas fournir des prévisions différant des objectifs retenus. Une autre difficulté tient au fait que, par exemple en Allemagne, la Bundesbank fixera probablement avant la fin de l'année un nouvel objectif d'expansion monétaire.

Le Président conclut qu'il faudrait analyser:

- les données désaisonnalisées aussi récentes que possible,
- les prévisions pour les pays qui ne se fixent pas d'objectifs en matière de création monétaire,
- le degré de réalisation sur la base de données désaisonnalisées, des objectifs quantitatifs pour les pays qui se sont dotés de ceux-ci.

M. Zijlstra fait les deux remarques suivantes:

- Il est nécessaire de vérifier la compatibilité des objectifs avec l'évolution prévisible des trois sources de la création monétaire, c'est-à-dire balance des paiements, concours aux entreprises et particuliers et crédit au secteur public.

- En raison de l'importance de l'évolution des taux d'intérêt sur la cohésion du "serpent", l'analyse devrait couvrir également les actions qui ont un effet direct ou indirect sur les taux d'intérêt. De telles actions remplacent parfois la réalisation d'objectifs quantitatifs d'expansion monétaire et il serait utile d'étudier dans quelles circonstances un pays pourrait utiliser les taux d'intérêt comme instrument de politique monétaire.

M. Zijlstra précise que sauf pour des raisons externes, il n'est pas en faveur d'assigner au taux d'intérêt ce rôle d'instrument.

M. Klasen ne souhaiterait pas qu'on aille trop dans les détails et qu'on se perde dans des considérations théoriques. Il n'est pas possible de fixer à l'avance le mode d'action par lequel on cherche à réaliser un objectif déterminé. En effet, les autorités monétaires rencontrent toujours de nouvelles situations imprévues auxquelles il faut réagir d'une manière souple et pragmatique.

M. Klasen ajoute que la fixation d'un objectif quantitatif s'est avéré utile en Allemagne, notamment à l'égard des syndicats, mais l'expérience est encore trop courte pour tirer des conclusions définitives.

M. Zijlstra pense comme M. Klasen qu'il faut éviter d'être trop théorique. L'objectif pratique étant le maintien, voire le renforcement de la cohésion du "serpent", il convient de suivre attentivement les événements et les perspectives dans le domaine monétaire et financier, afin de déceler les dangers qui menacent cette cohésion.

Le Président conclut que le Comité

- est d'accord de reprendre la question prochainement et d'y consacrer un débat approfondi,
- estime utile que les discussions puissent se fonder sur un dossier de données statistiques concernant la croissance de la masse monétaire, dossier qui comporterait des séries désaisonnalisées aussi récentes que possible, des données prévisionnelles pour les deux semestres de 1976 ou des objectifs pour les quelques pays qui en établissent; les prévisions devraient répondre aux besoins pratiques et en tout cas il convient d'éviter de donner aux travaux un caractère trop scientifique et théorique,
- invite le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse à mener les études mentionnées ci-dessus et à soumettre les résultats au Comité avant la séance de février 1976.

M. Whitaker suggère que le groupe d'experts tienne compte des décalages de temps entre les variations des agrégats monétaires et la répercussion de ces variations sur les grandeurs réelles, ainsi que du problème de la variation de la vitesse de circulation de la monnaie. Il semble que dans l'immédiat les agents économiques tendent à thésauriser des soldes par précaution.

Le Président indique que cette question, notamment celle des décalages, a fait l'objet de maintes études qui n'ont pas abouti à des conclusions; il doute que le groupe puisse fournir des éléments et des prévisions très valables dans ce domaine.

M. Bastiaanse indique que les experts pourront retenir ces aspects de thésaurisation et de déthésaurisation, sans s'engager cependant dans des études trop théoriques qui, de toute façon, exigeraient de longs délais.

V. Analyse de la 84e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En l'absence de M. Rainoni, M. Bascoil présente brièvement quelques éléments en se référant à la note de synthèse de la 84e série de documents de travail.

Les dernières données statistiques ne font pas encore ressortir un changement fondamental de la situation conjoncturelle. Certes, quelques pays ont enregistré quelques signes d'une légère reprise, mais au total les perspectives restent peu favorables. Le chômage complet et partiel continue d'augmenter dans la plupart des pays membres. Dans le domaine des prix, trois pays ont enregistré une accélération de la hausse des prix à la consommation qui ne peut pas être expliquée par des facteurs saisonniers.

La tendance à une amélioration de la balance des paiements courants de l'ensemble des pays de la CEE s'est généralement confirmée. L'élément principal de l'évolution favorable a été la forte augmentation de l'excédent de la balance commerciale allemande en septembre.

La croissance de la masse monétaire en termes de M2 n'a pas atteint, sauf de très rares exceptions, des proportions élevées et elle a été beaucoup plus faible qu'au cours de la période correspondante de l'année précédente.

Le Président constate que le Comité n'a pas de questions à poser.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 9 décembre 1975 à 10 heures.