

PROCES-VERBAL*
DE LA CÉNT-TRENTE-ET-UNIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 FEVRIER 1979 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Directeur Général de la Central Bank of Ireland, M. Breen, accompagné par M. Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász, Muller et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Mosca, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; les Présidents des groupes d'experts, MM. Heyvaert et Bastiaanse. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dealtry.

I. Approbation du procès-verbal de la 130e séance

Le procès-verbal de la 130e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet, sous réserve d'une modification de pure forme.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 13 mars 1979, et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de janvier et des premiers jours de février 1979: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du Rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

A. Rapport succinct sur la concertation

M. Heyvaert résume brièvement les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal.

B. Discussion du Comité

Le Président remercie M. Heyvaert de son exposé et prie M. Hoffmeyer de bien vouloir présenter un commentaire sur la politique que la Danmarks Nationalbank suit et compte suivre en vue de remédier à la position un peu "excentrique" de la couronne danoise vis-à-vis des monnaies partenaires. La couronne aurait franchi son seuil de divergence si le Système Monétaire Européen était en vigueur et dans la perspective de ce nouveau système, il semble utile d'examiner, à titre d'exercice préparatoire, les cas où une monnaie diverge des autres.

M. Hoffmeyer reconnaît que la couronne danoise aurait pu franchir son seuil de divergence depuis quelques jours ou semaines, dans le cadre d'un mécanisme de change qui n'est toutefois pas encore en vigueur. D'autre part, la Danmarks Nationalbank s'est attachée à intervenir essentiellement en dollars EU (étant donné l'affaiblissement du cours de cette devise) et, seulement occasionnellement, en francs belges; ces dernières interventions n'ont pas fait l'objet d'un financement à travers le FECOM.

La position actuelle de la couronne danoise s'explique principalement par le niveau très élevé des taux d'intérêt au Danemark, comparé avec celui dans les autres pays. Ce niveau est cependant nécessaire en raison d'une part, du déficit de la balance des paiements courants, d'autre part, du déficit du budget, qui selon un arrangement entre le gouvernement et la Danmarks Nationalbank, doit être financé par des fonds prélevés sur les marchés financiers internes. La Danmarks Nationalbank reconnaît qu'en présence de l'intérêt manifesté par les non-résidents pour les titres émis par le gouvernement danois

(la vente de ces titres à des non-résidents a été interdite avec effet au 6 février 1979), la poursuite de sa politique monétaire pose des problèmes temporaires; néanmoins, elle ne s'estime pas en mesure d'infléchir cette politique, étant donné les effets néfastes qu'exercerait une orientation plus expansionniste de la politique monétaire sur l'équilibre interne et externe. En outre, on s'attend à des revendications salariales difficiles en mars.

M. Hoffmeyer conclut en disant qu'un taux d'intérêt à long terme de 16 à 17% paraît très élevé si on le rapporte à un taux d'inflation d'environ 7%; il faudrait cependant prendre en considération qu'un taux réel positif est nécessaire pour un pays dont la balance des paiements courants est déficitaire.

Le Président fait remarquer que dans le cas de la couronne danoise on a observé une concomitance entre le seuil de divergence et la position extrême en termes de cours nominaux; alors que le nouveau système monétaire semblait devoir assurer que le franchissement du seuil de divergence précéderait l'atteinte des limites bilatérales. Il serait donc utile d'inviter les Suppléants à étudier les causes du phénomène mentionné ci-dessus, afin notamment de voir s'il s'agit d'un "accident" ou si les prévisions et les dispositions concernant le Système Monétaire Européen ne sont pas correctes.

Le Comité marque son accord sur la proposition du Président.

C. Adoption du Rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

Le Comité adopte le rapport dans le texte annexé au présent procès-verbal, rapport qui, comme d'habitude, sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. Poursuite de la discussion sur la situation monétaire dans la CEE et les politiques monétaires menées par les Etats membres à la lumière du "Rapport Bastiaanse" No 13 et du débat des Gouverneurs du mois de janvier

Le Président invite

- M. Bastiaanse à exposer la note supplémentaire au Rapport No 13, qui fournit certains commentaires sur les tableaux mis à jour en vue de la présente séance,

- M. Baffi à faire l'exposé sur le "plan Pandolfi", qu'il a annoncé lors de la dernière séance,
- M. Lamfalussy à faire part aux Gouverneurs de ses réflexions sur le Rapport No 13 du "groupe Bastiaanse".

A. Exposé de M. Bastiaanse

M. Bastiaanse fait remarquer à titre préalable que, à la suite de la demande formulée par le Gouverneur Baffi lors de la précédente séance, le groupe d'experts envisage de discuter, à l'occasion de sa prochaine réunion, des possibilités d'analyser également les variations de la base monétaire et de leurs contreparties.

En ce qui concerne la note supplémentaire établie par le secrétariat et intitulée "Brief comments on new data available since the finalisation of Report No. 13", M. Bastiaanse indique que cette note révèle certains points intéressants. Dans le cas de l'Allemagne, on constate par exemple que la contribution du crédit bancaire au secteur privé à la croissance de M3 a représenté, en 1978, 15% de l'encours au 31 décembre 1977 de cet agrégat monétaire, lequel s'est accru de 11% en 1978. L'explication de cette évolution réside dans le fait qu'à la différence de la situation dans les autres pays, les encours des crédits bancaires au secteur privé excèdent de 40 à 50% ceux de la masse monétaire M3. Pour cette raison, même une expansion raisonnable de ces crédits peut causer un dépassement de l'objectif que les autorités se sont fixées en matière de croissance monétaire, si cette expansion n'est pas accompagnée d'un accroissement correspondant des dépôts à long terme détenus auprès des banques et non inclus dans la définition de la masse monétaire M3. Or, les forces d'expansion de ces deux agrégats, c'est-à-dire le crédit bancaire au secteur privé et les dépôts à long terme ne sont pas identiques et le problème qui se pose actuellement aux autorités allemandes et qui est également important sur le plan de la coordination des politiques monétaires appliquées dans les pays membres de la CEE porte sur les mesures appropriées pour freiner la croissance monétaire. Par exemple, est-il utile de relever les taux d'intérêt ou est-il préférable de promouvoir encore davantage l'exportation des capitaux.

En revanche, il y a lieu de signaler que les opérations du secteur non-bancaire avec l'étranger ont contribué plus faiblement qu'en 1977 à la croissance monétaire. Néanmoins, la contrepartie externe est restée positive

et a ainsi contribué avec les autres facteurs à la croissance vigoureuse de la masse monétaire.

En ce qui concerne la situation actuelle au Royaume-Uni, le corrigendum à la note du secrétariat (qui a été distribué aux Gouverneurs) précise que depuis avril 1978 la croissance de sterling M3 est restée, jusqu'à décembre, légèrement en-deçà de la fourchette de 8 à 12% qui a été fixée en matière d'expansion monétaire pour l'année financière 1978/79. Récemment, le "minimum lending rate" a été relevé de 12,5 à 14%, niveau qui n'est que légèrement inférieur au taux record enregistré à la fin de l'année 1976. Il est probable que le rendement sur les titres à revenu fixe subira également une hausse.

En ce qui concerne l'Italie, la note établie par le secrétariat met en relief qu'une bonne partie du besoin de financement du gouvernement central a été couverte, en 1978, par des ressources non-monétaires. En particulier les autorités ont évité tout recours à la banque centrale et ont réussi à augmenter les ventes de titres d'Etat à long terme au secteur non-bancaire de LIT 1,5 milliard en 1977 à LIT 6,5 milliards en 1978. Ce succès tient d'une part au rendement des titres à revenu fixe qui, en dépit de la baisse des taux à court terme, a été maintenu à un niveau élevé, d'autre part, à la confiance dans l'atténuation de la hausse des prix qui s'est renforcée.

B. Exposé de M. Baffi

M. Baffi signale à titre préalable qu'il a fait distribuer un jeu de tableaux*, qui ont été extraits du mémorandum sur le plan triennal du gouvernement italien et auxquels il fera référence au cours de son exposé.

"L'évolution de la situation monétaire en Italie a été marquée depuis 1973 (année où la crise pétrolière a éclaté) par les deux traits suivants:

- rythme très élevé de l'inflation,
- expansion apparemment incontrôlable des besoins d'emprunts du secteur public, non seulement en valeur absolue, mais également en pourcentage du PIB.

L'indice réducteur du PIB est indiqué dans le tableau 7, colonne 2. Pour la période de six ans allant de 1973 à 1978, la hausse annuelle des prix (l'indice réducteur du PIB) a été de 16% en moyenne. En ce qui concerne l'évolution des charges salariales par unité produite (que retrace le tableau 6), l'indice calculé sur la base de 1970 est passé de 119 en 1972 à 303 en 1979, soit une

* Ces tableaux figurent en Annexe 2.

progression de 155% entre ces deux dates. Dans les autres pays industriels moyens, en revanche, il est passé de 112 à 173, progressant ainsi seulement de 55%. La position relative de l'Italie (indiquée dans la 3e colonne) est passée de 1,06 à 1,75, ce qui signifie que les charges salariales dans ce pays se sont accrues de 2/3 environ par rapport à celles de ses concurrents.

Cet alourdissement relatif a été presque exactement compensé par la baisse de la valeur extérieure de la lire qui est passée de 0,99 à 0,59, de sorte que l'indice de compétitivité s'établissait en 1978 à peu près au même niveau que six ans auparavant.

Le plan du gouvernement italien pour la période de trois ans allant de 1979 à 1981 a pour principaux objectifs de ralentir ce rythme anormal d'inflation et de dégager des ressources pour l'investissement en freinant la progression du déficit courant du secteur public. Les objectifs fixés dans le plan ne sont pourtant pas ambitieux. En effet, les objectifs retenus pour les prix sont les suivants :

- hausse de 12,7% en 1979,
- hausse de 9,9% en 1980,
- hausse de 8,3% en 1981.

En outre, ces tendances prévues pour les prix, que l'on ne peut considérer encore comme satisfaisantes, reposent sur deux hypothèses assez optimistes dont il est fait mention dans les notes figurant au bas du tableau :

1. Stabilité du taux de change effectif, ce qui signifie que l'Italie peut se permettre de perdre du terrain sur le plan de la compétitivité, absorbant ainsi progressivement l'important excédent actuel des opérations courantes,
2. Stabilité des charges salariales réelles, par heure de travail, ce qui signifie que l'amélioration de la productivité profitera entièrement aux bénéficiaires avant impôt, permettant ainsi de développer l'investissement privé et/ou d'accroître la fiscalité.

On est en droit de se demander pourquoi l'inflation devrait se poursuivre à un rythme aussi élevé, alors que les charges salariales réelles par unité produite resteraient stables. Je crois que l'on peut répondre de la façon suivante; le système d'indexation des revenus, qui s'étend à toutes les catégories, maintient dans l'économie, de par son existence même, un excédent initial de pouvoir d'achat que les améliorations de productivité ne peuvent absorber que lentement, l'inflation absorbant un important élément résiduel.

Fondamentalement, le degré d'indexation de la formation des revenus s'accroît encore. Il ne s'étend plus seulement aux traitements et salaires, mais également aux pensions de vieillesse, aux loyers des habitations, et indirectement aux prix agricoles par le biais de la réglementation communautaire; enfin, il atteint dans une certaine mesure, par le jeu du marché, les taux d'intérêt, qui ont monté pour s'adapter au rythme de l'inflation. Même les marges bénéficiaires sont indexées, dans une certaine mesure, par le biais du taux de change flottant.

La Banca d'Italia a vainement combattu l'indexation des salaires malgré l'appui que lui ont fourni la CEE et le Fonds Monétaire International. J'ai pris contact à diverses occasions avec les chefs syndicalistes et fait des déclarations publiques. J'ai fait ressortir que si l'intervalle, actuellement d'un trimestre, entre deux ajustements successifs de salaire en application de la clause d'échelle mobile était porté par exemple à six mois, le ralentissement du rythme de l'inflation serait tel que la perte de pouvoir d'achat subie par le salarié durant cet intervalle de six mois ne serait peut-être pas supérieure à celle qu'il supporte actuellement en trois mois. A un moment donné, après la crise des changes de 1976, les chefs syndicalistes se montrèrent assez disposés à discuter d'une réforme dans ce sens, mais on n'a pas profité de l'occasion. Depuis lors, l'échelle mobile est devenue tabou.

Dans le cadre des dispositions actuelles, toutefois, l'échelle mobile n'assure pas par elle-même le maintien intégral du salaire réel, sauf pour les travailleurs moins payés. Pour le travailleur moyen, elle compense approximativement 85% de l'augmentation du coût de la vie. Il existe donc un reliquat de 15% qui fournit une marge de négociation des augmentations de salaire, sans dépasser la norme fixée dans le plan de stabilisation économique, selon laquelle les salaires horaires réels ne doivent pas être augmentés pendant les trois ans considérés.

Si l'attaque de front de l'échelle mobile a échoué, elle a exercé, selon toute probabilité, un effet accessoire en modérant davantage les revendications formulées dans les négociations de salaire, qui d'ailleurs vont reprendre prochainement. Les dirigeants syndicalistes nationaux affichent normalement une attitude de modération mais ils devront néanmoins contenir les exigences de leurs troupes et il se pourrait bien que les négociations aboutissent en fait à une relance de l'inflation, à moins d'une résistance aux pressions de la base.

Même pour atteindre les objectifs assez décevants figurant au tableau 11, il faudrait, semble-t-il, non seulement que les taux de change et les charges salariales horaires réelles restent stables, mais que soit menée, dans le domaine des finances publiques, une action de grande envergure destinée à modifier la tendance à l'expansion des besoins d'emprunt de ce secteur. L'examen du tableau 5 permet d'évaluer l'importance de cette action.

La première ligne du tableau montre que, sans changement de la politique budgétaire, le déficit courant passera de 6,3% du PIB en 1978 à 9,9% en 1981. L'objectif est de le maintenir approximativement au pourcentage actuel, tout en augmentant lentement dans le même temps les dépenses en capital, ainsi qu'il ressort de l'examen de la deuxième ligne. D'après la tendance actuelle, indiquée dans la seconde ligne de la note de bas du tableau, les besoins généraux d'emprunt devraient passer de 33.000 milliards de lires en 1978 à 58.000 milliards de lires en 1981. L'objectif est de ramener le dernier chiffre à 48.000 milliards de lires, ce qui représente une réduction de 10.000 milliards, soit d'un peu plus de 3% du PIB de 1981. Une fois cet objectif atteint, le pourcentage des besoins globaux d'emprunt par rapport au PIB ne diminuerait que de un point, passant de 16,6% en 1978 à 15,6% en 1981, comme le montre la quatrième ligne du tableau.

J'espère, Monsieur le Président, que mon exposé, malgré sa brièveté et son imperfection, aura pu quelque peu contribuer à mieux faire voir au groupe les raisons pour lesquelles notre gouvernement est en crise et pourquoi le problème de l'octroi aux pouvoirs publics d'un large appui dans la lourde tâche à laquelle est confrontée la société italienne est si ardemment débattu.

Je ne voudrais toutefois pas vous donner l'impression qu'il est vain de vouloir réduire notablement le déficit du secteur public, au moins par rapport au PIB.

Il existe divers domaines dans lesquels une action peut être menée en vue d'accroître les recettes et de diminuer les dépenses.

- L'inflation a considérablement alourdi la charge des impôts directs - pour ceux qui paient - mais ceux qui ne paient rien du tout ou pas autant qu'ils devraient sont encore nombreux.

- Les impôts indirects pourraient être relevés sur plusieurs produits. Par exemple, le prix de l'essence n'est pas relevé assez souvent pour suivre le rythme de l'inflation; il devrait, pour ainsi dire, être indexé, et cela d'autant plus qu'il n'entre pas dans le calcul de l'indice du coût de la vie utilisé pour l'échelle mobile.

- Dans les services de transport et autres services publics, les tarifs sont bas et la gestion n'est pas toujours satisfaisante.

- Il existe un important gaspillage dans le service de la santé publique. Un "ticket modérateur" a été mis en application; il pourrait être relevé.

- Il y a également du gaspillage dans le système scolaire. Le nombre de professeurs et employés des établissements scolaires a été accru de plusieurs centaines de milliers malgré la perspective d'un fléchissement de la population scolaire. Le nombre des naissances est descendu de un million en 1971 à 700.000 en 1978. On pourrait donc serrer la bride sans inconvénient;

- Le gouvernement a assumé dans des proportions croissantes, le rôle de banquier, non seulement pour les entreprises du secteur public, mais également pour l'industrie privée. Il fournit des capitaux sur la base de prêts ou de dons, et consent des bonifications de taux d'intérêt. Cette politique a entraîné le développement d'industries incorporant une forte proportion de capital et le maintien en vie d'entreprises du secteur public travaillant à perte. Une "purge" s'impose d'urgence.

- Le gouvernement a également pris à sa charge le paiement d'une partie des cotisations de sécurité sociale dues par les entreprises. Il pourrait être mis fin à cette pratique.

➤ Dans le même domaine des cotisations de sécurité sociale, il existe plusieurs groupes de travailleurs qui cotisent très peu en regard de ce qu'ils reçoivent, et pour une part encore plus faible du total des prestations versées par cet organisme et des dépenses qu'il entraîne. Les agriculteurs, les artisans, les petits commerçants font notamment partie de ces groupes dont les cotisations devraient être relevées. Nombreux sont les pensionnés qui touchent plusieurs pensions; la plupart de celles-ci étaient indexées mais, depuis 1979, la loi de finances récemment approuvée prévoit qu'une seule pension bénéficie de l'indexation. A l'occasion d'interventions précédentes, je vous ai indiqué - vous vous en souvenez sans doute - que la pension ordinaire versée par la sécurité sociale est indexée non seulement sur le coût de la vie, mais également sur le salaire ou traitement des employés en service, de sorte qu'à la longue, elle augmente en termes réels. En raison de la part grandissante occupée par les personnes âgées dans la population, et de l'alourdissement des charges représentées par les pensions indexées, l'âge de la retraite pourrait être reculée par étapes.

- En Italie du Sud, les titulaires de pensions d'invalidité sont presque aussi nombreux que les bénéficiaires de pensions de vieillesse. La difficulté de trouver un travail a été assimilée à l'invalidité physique pour donner à un adulte le droit de toucher une pension. Cette pratique abusive est déjà en cours de révision. Il serait évidemment plus facile d'être strict si de nouveaux emplois étaient créés.

- Si une action efficace est menée sur ces divers fronts, l'inflation diminuera en même temps que le déficit budgétaire; il en résulterait une baisse des taux d'intérêt nominaux et un allègement du fardeau des intérêts de la dette publique.

Cette liste des actions qui peuvent être entreprises est loin d'être exhaustive; d'autre part, certaines d'entre elles peuvent se heurter à une résistance et aboutir à un échec. Mais les victoires pourraient l'emporter sur les défaites et la bataille être gagnée. Le message que j'ai essayé de vous transmettre en m'étendant quelque peu sur des exemples se résume ainsi: Il est nécessaire d'attaquer plusieurs fronts en Italie pour corriger un état de choses caractérisé par un certain nombre de déséquilibres locaux et de pratiques laxistes entraînant un déséquilibre général de l'économie, et par une pénétration insidieuse de l'inflation dans le système, pour lequel elle est devenue un mécanisme d'ajustement médiocre et fâcheux."

C. Exposé de M. Lamfalussy

M. Lamfalussy rappelle aux Gouverneurs qu'ils se trouvent en présence de deux tableaux préparés pour la présente séance: l'un concerne les taux d'intérêt "réels" à long terme dans les pays de la CEE ainsi qu'en Suisse et aux Etats-Unis, l'autre présente les variations de la masse monétaire "réelle" dans les mêmes pays. La méthode d'ajustement des taux d'intérêt nominaux en fonction de la hausse des prix à la consommation n'est certes pas une méthode parfaite, mais ne prive pas les résultats de tout intérêt.

Sous réserve de cette imperfection dans les méthodes de calcul, on constate que dans la majorité des pays sous revue le taux d'intérêt "réel" se situait, fin 1978, à un niveau, entre 3 et 5%, qui n'est historiquement pas excessif. Les principales exceptions s'observent dans quatre cas, à savoir aux Etats-Unis (taux légèrement négatif), au Danemark (plus de 10%), en France (où le taux n'est que très faiblement positif) et enfin en Allemagne dans la mesure où on prend en considération le niveau enregistré pendant les six derniers mois (5,9%).

Dans un seul cas cependant l'écart entre le niveau moyen du taux "réel" et celui dans les pays faisant exception peut être expliqué par la politique monétaire, mesurée en termes de variations de la masse monétaire "réelle"; il s'agit du Danemark où la masse monétaire "réelle" a fléchi au cours des trois dernières années. En revanche, aux Etats-Unis, la décélération de cet agrégat coïncide avec un taux réel négatif et en France, l'expansion monétaire modérée en termes réels n'a pas empêché un niveau faible du taux "réel". En Allemagne, l'accélération du rythme d'accroissement monétaire est accompagné d'un relèvement du taux réel.

Ces constatations amènent à la conclusion qu'il n'est pas possible d'établir un lien direct entre le niveau des taux d'intérêt "réels" à long terme et les actions des autorités monétaires; il faut plutôt chercher d'autres explications en tenant compte des facteurs institutionnels et structurels du pays en question. Par exemple, dans le cas de l'Allemagne, deux sortes d'explications sont possibles. D'une part, il se peut que les agents économiques escomptent une accélération de la hausse des prix, d'autre part, le relèvement du taux "réel" reflète un phénomène d'éviction dû à l'augmentation substantielle des besoins de financement du secteur public. En France, en revanche, le faible niveau du taux "réel" peut être attribué éventuellement d'une part, à des attentes inflationnistes inférieures à la hausse actuelle des prix et, d'autre part, à un déficit du secteur public qui est resté modeste en comparaison avec ceux dans la plupart des autres pays occidentaux.

D. Discussion du Comité

M. Richardson souligne que sur la base des chiffres désaisonnalisés le taux d'accroissement annuel de la masse monétaire dans la définition de sterling M3 n'a jamais dépassé la limite supérieure de la fourchette de 8 à 12% dès la fixation de celle-ci en avril 1978 pour l'année financière 1978/79; il s'était approché, il est vrai, de cette limite en mai, par la suite toutefois il s'est situé en juin en-deçà de la limite inférieure et en juillet au milieu de la fourchette. Depuis août, le taux d'expansion annuel est resté en-deçà de la fourchette. Pendant la période sous revue, la Bank of England a néanmoins resserré, sa politique monétaire à trois reprises. En novembre, le "minimum lending rate" a été relevé à 12,5%, relèvement qui allait au delà de la hausse des taux du marché monétaire à l'époque et qui a permis d'augmenter, pour des montants substantiels, les ventes de titres d'Etat à long terme au public. L'augmentation intervenue le 7 février du "minimum lending rate" a porté le taux officiel au niveau des

taux du marché et a également eu pour effet d'importantes ventes de titres d'Etat à long terme.

Les mesures restrictives prises par les autorités monétaires britanniques ne paraissent guère justifiées à première vue, par l'évolution monétaire susmentionnée, mais il faut tenir compte du fait que l'imposition du "corset" dont l'application a été étendue, en juin, pour les douze mois à venir a entraîné une certaine "désintermédiation financière" et ainsi une déflation des chiffres relatifs à la masse monétaire. En fait, les autorités ont constaté une certaine accélération du rythme d'accroissement des encours bancaires et se sont attendues à ce que les réductions d'impôts prévues par le budget entraînent une tendance ascendante en matière d'expansion des agrégats monétaires.

M. Emminger fait remarquer au sujet de l'exposé de M. Bastiaanse que le rythme d'accroissement actuel de la masse monétaire inquiète la Deutsche Bundesbank, en particulier, du fait que ce rythme résulte de plus en plus de la vigueur de l'expansion des concours bancaires aux secteurs non-bancaires. En face de cette situation qui était d'autant plus dangereuse que le système bancaire est extrêmement liquide, notamment par suite des entrées de devises, la Bundesbank a pris certaines mesures (réduction des plafonds de réescompte en décembre et relèvement du coefficient de réserves obligatoires en janvier) qui ont été cependant très modestes, notamment si l'on tient compte du fait que les banques allemandes ont un accès libre et illimité en montant aux avances de la banque centrale sur titres (Lombardkredit). Cet accès n'est pas mis en question par le relèvement modeste du taux appliqué sur cette facilité (Lombardsatz) et de ce fait les vives critiques formulées à l'égard de la mesure prise par la Bundesbank paraissent assez surprenantes. Toutefois, il est à noter que les conditions sur le marché des titres à revenu fixe ont subi un resserrement significatif qui s'était amorcé déjà depuis l'été dernier et qui peut être attribué partiellement à l'attente d'un renversement de la tendance des taux d'intérêt (qui devenait de plus en plus probable aux yeux des agents économiques plus la baisse du taux de rendement effectif persistait) Ce resserrement est à relier aussi au phénomène d'éviction qui résulte d'une part du besoin accru de financement du secteur public (qui s'accroîtra encore en cours d'année) d'autre part, de la demande croissante de fonds destinés à la construction d'immeubles.

Les taux d'intérêt appliqués aux concours aux entreprises ont continué de baisser pendant toute l'année 1978, étant donné que la demande de crédit de celles-ci n'a pratiquement pas augmenté et que par suite de l'abondance de la liquidité bancaire, la concurrence entre les banques a été très forte.

Au sujet de l'exposé fait par M. Lamfalussy, M. Emminger exprime quelques doutes sur les méthodes selon lesquelles le taux réel à long terme en Allemagne se serait situé à 5,90% dans les six derniers mois. Mis à part la question de savoir s'il est correct d'ajuster les taux nominaux en fonction de la hausse des prix à la consommation observée pendant les douze ou six derniers mois au lieu de prendre en considération les attentes inflationnistes, il est à noter, en particulier, que le taux d'inflation sous-jacent s'est élevé pendant toute l'année 1978 à 3% et que le résultat effectif de 2,3% a été dû à des facteurs accidentels. Un taux de 3% est aussi attendu pour l'année et sur la base de ce taux attendu, le taux d'intérêt "réel" se situe seulement à 3,3%. Le taux "réel" deviendrait même négatif si l'on prenait en considération d'une part le rendement sur les obligations hypothécaires (au lieu de celui sur les titres du secteur public qui n'est pas sensible aux variations des taux d'intérêt) et la hausse des prix à la construction, celle-ci s'élève à l'heure actuelle de 7 à 8% et un taux au moins égal est prévu pour l'année en cours.

M. Hoffmeyer souligne que la définition du taux "réel" est ambiguë et qu'il conviendrait de prendre en considération l'impôt perçu sur les recettes d'intérêt. Si cela était fait, on constaterait que dans pratiquement tous les pays sous revue le taux "réel" est négatif.

Le Président remercie M. Bastiaanse et Lamfalussy de leurs exposés et des données qu'ils ont fournis aux Gouverneurs; il met en relief l'importance de la contribution qu'apportent les travaux du groupe présidé par M. Bastiaanse aux discussions des Gouverneurs.

IV. Premier échange de vues sur le deuxième rapport du groupe de travail sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire

A. Exposé de M. Bastiaanse

M. Bastiaanse rappelle que le présent rapport est le deuxième des rapports qui ont été élaborés par le groupe d'experts à la suite de la Résolution du Conseil des Communautés européennes et des représentants des gouvernements des Etats membres du 22 mars 1971, qui invitait le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs "à poursuivre en étroite collaboration les travaux

sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire". Les événements qui se sont produits dans les années suivantes sur le front externe, ont retardé l'amorce des études demandées et ce n'est qu'en 1974 que le Comité monétaire et le Comité des Gouverneurs ont arrêté un mandat précis et créé le groupe d'experts sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire. Par harmonisation il faut entendre l'utilisation d'un concept par tous les pays membres de la CEE, comme M2 harmonisée ou crédit interne à l'économie, pour définir la ligne ou l'orientation de la politique monétaire.

Le premier rapport, en date du 24 juin 1976, qui a été discuté par le Comité des Gouverneurs en juillet de la même année, décrivait et comparait les différents objectifs intermédiaires de la politique monétaire des Etats membres et donnait une première explication pour les différences d'un pays à l'autre dans le choix de ces objectifs. Le groupe avait cependant le sentiment à l'époque que l'étude des causes des différences nécessiterait encore un approfondissement et qu'il conviendrait, en outre, de dresser un état de l'appréciation par chacun des pays membres du mécanisme de transmission reliant objectifs intermédiaires (agrégats monétaires et de crédit) et finals (produit national, balance des paiements, prix).

Conformément à ce plan de travail sur lequel les comités parents avaient marqué leur accord, le groupe a fait des études qui ont pris, à cause de leur importance, un certain laps de temps et dont les résultats sont exposés dans le présent rapport; celui-ci commence par une description des structures financières dans les pays membres, la connaissance de celles-ci paraissant au groupe une condition préalable pour la meilleure compréhension mutuelle des concepts de la politique monétaire dans les pays membres de la CEE. La partie suivante du rapport traite des obstacles éventuels à l'harmonisation des objectifs intermédiaires. Il en ressort que d'une part ces obstacles ne pourront être surmontés à court terme, d'autre part, il ne serait pas opportun de vouloir obtenir de force, dans les circonstances actuelles, l'harmonisation des objectifs intermédiaires en tant que fin en soi. En revanche, il faut reconnaître que le manque d'harmonisation des objectifs intermédiaires rend plus difficile la coordination des politiques monétaires dans le sens que les différences dans les termes définissant la ligne de la politique monétaire font obstacle à l'analyse des évolutions monétaires passées ou prévues. En vue de reconcilier ces différentes préoccupations, le groupe pense que dans le cadre

des échanges d'informations visant à une meilleure coordination des politiques monétaire, un cadre analytique du type présenté en Annexe 1 du rapport, pourrait être utile, cadre qui devrait cependant être vérifié de manière approfondie.

M. Bastiaanse suggère aux Gouverneurs de centrer leurs discussions autour des points suivants:

- la conclusion selon laquelle il n'est pas possible, dans l'immédiat, de pousser plus loin l'harmonisation des objectifs intermédiaires,
- les difficultés que pose le manque d'harmonisation pour la coordination des politiques monétaires.

M. Bastiaanse conclut en disant qu'en vue de la poursuite de ses travaux le groupe d'experts souhaiterait obtenir du Comité des Gouverneurs, certaines indications ou orientations.

Le Président remercie vivement M. Bastiaanse du rapport établi par le groupe d'experts, qui a notamment le mérite d'exposer avec beaucoup de précision les raisons pour lesquelles les pays membres de la CEE appliquent des types d'objectifs intermédiaires différents. Un autre mérite de ce rapport consiste en la présentation claire et informative de l'appréciation, par chacun des pays membres, des mécanismes de transmission par lesquels les objectifs intermédiaires influent sur les objectifs finals de la politique économique. De ce fait, il serait très utile que le groupe poursuive ses travaux pour lesquels le Président est prêt à donner tout encouragement. Il conviendrait, en particulier, de continuer de confronter les objectifs intermédiaires et les instruments de la politique, en vue d'arriver à une présentation analogue des évolutions monétaires et des objectifs de la politique monétaire.

En ce qui concerne les recommandations faites par le groupe, le Président demande si les Gouverneurs approuvent la méthode suggérée et, dans l'affirmative, s'il n'est pas possible d'établir un certain lien entre le cadre analytique du type présenté en annexe 1 du rapport et les documents de travail qui sont régulièrement préparés par le secrétariat à l'intention des Gouverneurs. Une telle combinaison pourrait éviter une multiplication des documentations.

M. Janson signale que M. Bastiaanse a fait part aux Suppléants, lors de leur séance du 12 février, d'un mandat que le Président du Comité monétaire a confié au groupe et qui consiste à développer pour ce Comité une procédure assurant un flux d'informations aussi rapides et comparables que possible. Etant donné que le mandat relatif à cette étude s'écarte un peu des recommandations du groupe exposées notamment dans l'annexe 1 du rapport et que ces

recommandations devraient être traitées dans les prochains jours au sein du Comité monétaire, il serait utile que les Gouverneurs expriment leur sentiment sur ce nouvel exercice qui a été demandé au groupe "harmonisation".

M. Bastiaanse précise que le cadre analytique développé par le groupe est destiné à être appliqué à des chiffres annuels et s'écarte donc du schéma que le groupe doit élaborer à l'intention du Comité monétaire et qui prévoit des données mises à jour tous les mois.

M. Sarcinelli félicite M. Bastiaanse du rapport du groupe d'experts; il suppose que le paragraphe 53 de ce rapport qui stipule que "le groupe cherchera à établir la mesure dans laquelle ce cadre fournit un moyen technique d'apprécier la cohérence ex ante de la politique monétaire des Etats membres", signifie que le groupe propose de vérifier si le cadre analytique permet d'apprécier la compatibilité ex ante des politiques monétaires appliquées par les Etats membres. En vue d'accomplir une telle mission, il semble utile que le groupe d'une part, établisse des critères au moyen desquels la compatibilité ex ante puisse être évaluée et, d'autre part, s'assure non seulement des services du secrétariat (qui d'ailleurs pourrait éventuellement être renforcé), mais aussi d'autres personnalités.

M. Sarcinelli conclut en disant qu'il a du mal à réconcilier le mandat donné par le Président du Comité monétaire (auquel M. Janson a fait référence), d'élaborer de nouveaux indicateurs monétaires, avec l'approche suggérée par le groupe d'experts et qu'il a des doutes sur la possibilité d'entamer en même temps les deux catégories de travaux.

M. Emminger met en relief les difficultés qui se posent à la tentative d'apprécier la cohérence ex ante de la politique monétaire des Etats membres. En effet, à la lumière de sa longue expérience de 20 ans en matière d'analyse des flux financiers, la Bundesbank maintient son point de vue que les prévisions dans ce domaine sont particulièrement hasardeuses et, de ce fait, elle n'est pas prête à participer à l'exercice proposé dans le paragraphe 53 du rapport, comme cela a déjà été indiqué dans la note de bas de la page 26 qui expose les réserves formulées par certains membres du groupe.

M. Zijlstra se rallie aux félicitations adressées à M. Bastiaanse et à son groupe. Il souligne qu'il faut bien distinguer entre l'harmonisation des instruments de la politique monétaire et la coordination des politiques monétaires. Cette dernière est l'objectif final de tous les efforts, mais il

reste un important travail à accomplir dans le domaine de l'harmonisation des instruments, car le type des instruments varie fort d'un pays à l'autre. Par exemple, la France dispose de l'instrument de l'encadrement du crédit bancaire, le Royaume-Uni se sert du "corset", tandis qu'en Allemagne il n'existe aucun moyen d'influer directement sur le crédit bancaire. Les autorités italiennes enfin adhèrent à la méthode de base monétaire. Il se pose donc la question de savoir pour quelles raisons les banques centrales de la CEE ne disposent pas des mêmes instruments et s'il n'en résulte pas des difficultés spécifiques. A première vue, on est tenté de répondre par l'affirmative à cette question. En effet, si par exemple la Deutsche Bundesbank cherche à freiner l'accroissement de la masse monétaire et du crédit bancaire, elle doit, en l'absence d'instruments de contrôle direct, agir sur la liquidité bancaire. Cette politique se traduirait, inévitablement, par une hausse des taux d'intérêt, laquelle à son tour serait susceptible d'attirer des flux de capitaux de l'extérieur, compromettant non seulement l'efficacité de la politique monétaire allemande, mais causant aussi des difficultés pour les pays partenaires. A l'inverse, on peut s'imaginer qu'après avoir étudié les problèmes de ce genre, on pourrait arriver à la conclusion qu'un pays disposant de l'instrument de l'encadrement du crédit n'en fasse pas un usage approprié ou que la méthode de la base monétaire se prête à être appliquée dans d'autres pays.

M. Zijlstra conclut en disant que le travail de ce groupe devrait se concentrer sur le type de problèmes susmentionnés, notamment les questions suivantes:

- Quelles sont les raisons expliquant les différences qui existent entre les pays quant aux instruments de la politique monétaire?
- Est-ce que des difficultés spécifiques résultent de ces différences?

Seuls des progrès dans le domaine des instruments de la politique monétaire permettraient d'aspirer à l'objectif plus ambitieux de la coordination des politiques monétaires.

M. Richardson soutient la proposition faite par M. Zijlstra. Il conviendrait d'examiner, de manière pragmatique, les différences d'un pays à l'autre dans le choix et dans l'application des instruments pour atteindre le même objectif intermédiaire, de même que les causes de ces différences, par exemple la variété des structures financières etc. Des études de ce genre seraient plus utiles que l'établissement de prévisions en matière monétaire

et financière, exercice auquel la Bank of England comme la Bundesbank ne pourrait pas participer.

M. Janson se demande si le fait que certains Gouverneurs ne peuvent pas adhérer aux recommandations du groupe, signifie que celles-ci sont mises en cause.

M. Emminger précise qu'il n'est pas contre l'idée d'étudier, comme cela est exprimé au paragraphe 53, dans quelle mesure le cadre analytique fournit un moyen technique pour apprécier la cohérence ex ante; toutefois, les bases actuelles ne semblent pas suffisantes pour l'application du cadre analytique.

M. Bastiaanse indique que le texte du paragraphe 53 a fait l'objet d'une controverse entre les experts de son groupe, mais que finalement les partisans de l'opinion minoritaire se sont contentés d'une note de bas de page qui expose leurs réserves. Les discussions des Gouverneurs semblent permettre de conclure que le Comité souhaite:

- que le groupe établisse des analyses ex-post conformément au cadre analytique proposé et ne mette pas trop l'accent sur les prévisions,
- que le groupe étudie les problèmes liés aux différences dans le choix et l'application des instruments de la politique monétaire.

Au sujet du second point, M. Bastiaanse demande aux Gouverneurs si les études qui ont déjà été amorcées sur les politiques monétaires dans le Système Monétaire Européen devraient être poursuivies ou s'il conviendrait d'arrêter ces études pour donner priorité aux recherches dans le domaine des instruments.

Le Président ne pense pas utile d'imposer un ordre de priorité au groupe qui devrait en décider plutôt lui-même.

M. Richardson se demande s'il n'est pas opportun, dans ce cas particulier, que les Gouverneurs définissent les problèmes méritant un examen urgent et donnent un mandat précis au groupe. De cette façon, on éviterait que le groupe continue de faire des recherches de caractère purement analytique, recherches dont le coût est élevé si l'on tient compte des frais de déplacement et des ressources hautement qualifiées affectées aux travaux du groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse.

Le Président suggère de définir un mandat précis lors de la prochaine séance du Comité et invite les Gouverneurs intéressés à faire savoir à la Présidence et au secrétariat toutes suggestions utiles en vue de cette séance.

M. Mosca souligne l'importance des travaux du "Groupe Bastiaanse" et se prononce contre l'idée de mettre en suspens l'activité de ce groupe jusqu'à ce qu'un mandat précis ait été défini. Il est vrai que les travaux devraient être dirigés sur une base pragmatique, mais il existe aussi des domaines exigeant une analyse théorique qui prend beaucoup de temps, par exemple les problèmes d'ordre monétaire liés au Système Monétaire Européen. Il importe que pour être durable, ce système bénéficie d'un soutien dès sa mise en vigueur.

M. Mosca suggère que dans l'attente du mandat à définir par les Gouverneurs, le groupe amorce déjà l'élaboration d'un schéma d'informations et l'échange de celles-ci. En effet d'une part de telles informations sont indispensables à toute discussion pratique et théorique, d'autre part leur mise au point exige assez de temps comme cela ressort de l'expérience qu'on a faite à l'époque dans le domaine budgétaire. Le rapport du groupe présente déjà certains progrès qui pourraient encore être approfondis.

M. Bastiaanse suggère de reporter l'établissement du nouveau mandat à l'automne, afin de donner au groupe la possibilité de conclure les études sur le Système Monétaire Européen et celles sur les instruments de la politique monétaire. Conformément au souhait formulé par M. Richardson, le nombre des réunions et des études sera limité au nécessaire.

M. Richardson estime qu'il appartient aux Gouverneurs de décider, en fonction de l'utilité des études en cause, de l'ordre de priorité entre l'examen des questions posées par M. Zijlstra et les études de nature plus générale sur le Système Monétaire Européen.

M. Zijlstra suggère que le groupe se concentre, pour ses prochains travaux, sur les questions liées aux différences dans le choix des instruments de politique monétaire, et fasse un rapport préliminaire aux Gouverneurs sur les problèmes majeurs pris en considération. Si dans l'intervalle le Système Monétaire Européen est mis en vigueur, le Comité des Gouverneurs pourrait établir, lors de l'une de ses prochaines séances, des lignes directrices pour les travaux futurs du groupe.

Le Comité marque son accord sur la suggestion faite par M. Zijlstra.

V. Echange de vues sur la proposition faite par la "New York Clearing House Association" au Federal Reserve Board relative à la création à New York d'une zone franche bancaire

Le Président rappelle que la plupart des Gouverneurs réunis au sein du Comité des Gouverneurs des banques centrales de la CEE ont participé le 12 février aux discussions tenues dans le cadre du Groupe des Dix. A l'issue de cette réunion, le Président Zijlstra a résumé les points de vues exprimés en disant qu'il y avait "peu d'enthousiasme" à l'égard de l'idée avancée par la "New York Clearing House Association", notamment du fait que la création à New York d'une zone franche bancaire en supplément des nombreux autres centres financiers du marché de l'euro-dollar paraît aller à l'encontre des préoccupations des banques centrales à l'égard de l'expansion débridée de ce marché.

M. Zijlstra comprend que M. Hoffmeyer a déjà répondu à la lettre du Président du Federal Reserve Board en marquant également le "manque d'enthousiasme" de la Danmarks Nationalbank à l'égard de l'idée avancée par la "New York Clearing House Association". Il suggère que chacune des autres banques centrales adresse, dans les prochains jours, une lettre de réponse à M. Miller qui s'inspire du résumé fait par le Président.

Le Président constate qu'il semble y avoir une grande concordance de vues entre les Gouverneurs sur ce sujet et le Comité marque son accord sur la suggestion de M. Zijlstra.

VI. Modalités pratiques de la publication des textes des accords conclus entre les banques centrales de la CEE concernant le Système Monétaire Européen et le système de soutien monétaire à court terme

M. Janson indique, que sur la base d'une note établie par le secrétariat, les Suppléants se sont mis d'accord sur l'ensemble des aspects concernant cette publication.

VII. Analyse de la 116e série de documents de travail (données statistiques et sommaire des événements et des mesures adoptées dans la Communauté)

En raison de l'heure avancée, le Comité ne procède pas à cette analyse.

VIII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Répartition des frais du secrétariat du Comité pour l'année 1978

Le Comité entérine l'estimation des frais encourus par la Banque des Règlements Internationaux au titre du secrétariat du Comité. Conformément à l'article 7, alinéa 5 du Règlement intérieur du Comité, ces frais sont répartis par parts égales entre les banques centrales représentées au Comité.

Les montants et la composition des frais ainsi que les contributions, qui incombent à chaque banque centrale en application de la clé de répartition précédemment évoquée, figurent dans le tableau No 1, annexé à la note du secrétariat, qui a été remise aux membres du Comité avant la séance. Le secrétariat recourra à la procédure habituelle pour le règlement des frais.

2. Engagement de ressortissants d'autres Etats membres des Communautés européennes par les banques centrales

Le Président rappelle que, conformément à une décision prise par le Comité des Gouverneurs, en septembre 1978*, chaque banque centrale a établi et envoyé au secrétariat une courte note sur la pratique qu'elle suit en matière de recrutement de ressortissants de pays de la CEE; ces notes ont été réunies par le secrétariat dans une documentation qui est remise maintenant aux Gouverneurs.

IX. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 13 mars 1979, à 10 heures.

* Cf. procès-verbal de la 124e séance du Comité des Gouverneurs du 12 septembre 1978.

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

JANVIER 1979

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation* et les interventions de celles-ci durant le mois de janvier et les premiers jours de février 1979.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Au cours du mois de janvier, le marché des changes a été marqué, d'une part, par une tendance sous-jacente plus stable du dollar et, de l'autre, par un affaiblissement des monnaies "fortes" (franc suisse, yen et deutsche mark).

Ce mouvement en sens opposé des cours est dû à une appréciation plus optimiste de la valeur future du dollar EU. Le revirement d'opinion s'explique par l'anticipation d'un ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis et de ses conséquences (diminution de l'inflation, réduction du déficit commercial, fin de la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire américain). Il ne fait toutefois aucun doute que des facteurs purement passagers ont également contribué à la stabilisation du dollar, tels que le rachat de dollars EU qui avaient été précédemment vendus à terme pour couvrir le risque de change découlant des créances d'exportation à l'égard de l'Iran; on s'attend donc dans un premier temps à un ralentissement sensible des recettes d'exportation, mais des résiliations de contrats de livraison pourraient également s'être produits dans certains cas.

Les relations entre les monnaies participant au "serpent" sont restées stables; ainsi, la couronne danoise est demeurée à la limite supérieure de la bande, précédant le florin néerlandais et le deutsche mark, ainsi que le

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

franc belge, qui a été la monnaie la plus faible. Au cours du mois de janvier, on a toutefois assisté à un élargissement de la bande de fluctuation; à la fin du même mois, le franc belge s'est trouvé au point inférieur par rapport à la couronne danoise, sans pour autant d'ailleurs que des interventions soient effectuées dans ces monnaies pendant le mois considéré. L'écart plus grand séparant la couronne danoise et le franc belge est surtout attribuable au raffermissement de la monnaie danoise. S'il est vrai que le franc belge a vu s'améliorer sa position dans le "serpent", de même que sa valeur pondérée externe ses progrès n'ont cependant pas été suffisants pour compenser l'appréciation de la couronne danoise, appréciation qui a été accentuée par un accroissement exceptionnellement important de la vente à l'étranger de titres du gouvernement danois

En dépit du relèvement du taux Lombard de 3,5 à 4% et d'une certaine augmentation des réserves obligatoires du système bancaire, la valeur moyenne du deutsche mark a légèrement fléchi à l'égard des monnaies du "serpent". A la fin du mois, il n'était plus que légèrement au-dessus du franc belge et, de ce fait, près du point d'intervention inférieur par rapport à la couronne danoise.

Grâce à un nouvel affaiblissement du franc suisse, les autorités monétaires helvétiques ont pu lever l'interdiction de céder des valeurs mobilières à des non-résidents ainsi que l'interdiction d'importer des billets de banque étrangers pour une contre-valeur supérieure à 20.000 francs suisses. Ces mesures ont d'abord eu pour effet de raffermir le cours du franc suisse; mais la Banque Nationale Suisse s'est opposée à cette évolution par des achats de dollars, de sorte que le franc suisse a pu être maintenu à un cours plus bas.

Le cours du yen japonais a également fléchi. Les autorités japonaises ont pris des mesures analogues en supprimant l'interdiction d'acquérir des titres à revenu fixe dont l'échéance à courir est supérieure à 13 mois (contre 5 ans et un mois jusqu'à présent).

De plus, le coefficient de réserves appliqué à l'accroissement des engagements des banques commerciales sur les comptes en yens convertibles de non-résidents a été ramené de 100 à 50%. Cette mesure n'a pas influencé de façon durable le cours de change du yen.

La livre sterling semble avoir été peu affectée par les difficultés sur le plan économique et social en Grande-Bretagne, grâce à des taux d'intérêt britanniques élevés et ascendants; à la fin du mois, le cours de la livre ne s'est situé que légèrement au-dessous de son niveau de fin décembre.

Le franc français s'est légèrement déprécié par rapport à la plupart des monnaies. Etant donné cependant le recul encore plus prononcé du deutsche mark, on a noté à plusieurs reprises une tendance à l'appréciation par rapport

à cette monnaie. La Banque de France a acheté des deutsche marks qu'elle a cédés à la Deutsche Bundesbank ou à la Federal Reserve Bank of New York contre dollars EU.

Alors que les couronnes suédoise et norvégienne ont légèrement fléchi, la lire italienne a pu se raffermir quelque peu.

Le dollar canadien a fait preuve d'une assez grande stabilité, pendant la plus grande partie du mois, grâce à la hausse des taux d'intérêt domestiques intervenue à la suite du relèvement d'un demi-point du taux officiel à 11 1/4% avec effet au 4 janvier. Vers la fin du mois, il a cependant été soumis à une certaine pression, après l'annonce d'une réduction un peu plus forte que prévu de l'excédent commercial canadien en décembre.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS EU

Les interventions de soutien en faveur du dollar EU, qui avaient principalement marqué la situation sur les marchés des changes en décembre dernier, ont été nettement moins importantes au cours du mois sous revue. Si les achats de dollars l'emportent encore sur une base nette, ils ne se sont cependant élevés qu'à \$EU 0,6 milliard, contre \$EU 8,0 milliards le mois précédent. De plus, contrairement aux mois antérieurs où ces achats avaient eu lieu essentiellement contre deutsche marks et francs suisses, ils sont cette fois dus surtout aux opérations de la Banca d'Italia dont le but consistait à stabiliser le cours de change effectif de la lire. A l'inverse des mois précédents, la Deutsche Bundesbank a été vendeuse nette de dollars EU. D'autre part, les achats et les ventes de la Banque Nationale Suisse se sont pratiquement équilibrés.

La Banque du Canada et la Sveriges Riksbank ont de nouveau effectué des ventes nettes de dollars. Afin de limiter l'appréciation de sa monnaie, la Danmarks Nationalbank a acheté de faibles montants de dollars sur une base journalière. La fermeté du florin a mis la Nederlandsche Bank en mesure d'acheter des montants substantiels de dollars, ce qui lui a permis de compenser des pertes de réserves antérieures et de rétablir des conditions plus normales sur le marché monétaire interne.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Aucune intervention obligatoire aux cours limites n'a eu lieu dans le "serpent". Des interventions relativement importantes ont toutefois été

pratiquées à l'intérieur des marges, pour un total d'environ UCME 320 millions, exclusivement sous la forme d'achats de DM effectués par la Belgique, les Pays-Bas et le Danemark. Ces acquisitions ont servi, dans le cas de la Belgique et des Pays-Bas, à rembourser des engagements contractés au sein du FECOM; dans le cas du Danemark, elles ont été ajoutées aux réserves.

La Banque de France est de nouveau intervenue en deutsche marks, essentiellement à l'achat. Enfin, la Federal Reserve Bank of New York a vendu dans le marché un montant net peu élevé de DM et acquis de faibles montants de francs suisses et de yens. En revanche, elle a acheté directement de correspondants étrangers une somme importante des mêmes monnaies. L'ensemble de ces opérations lui a permis de réduire, à due concurrence, l'encours des tirages qu'elle avait effectués antérieurement dans le cadre des arrangements de swap.

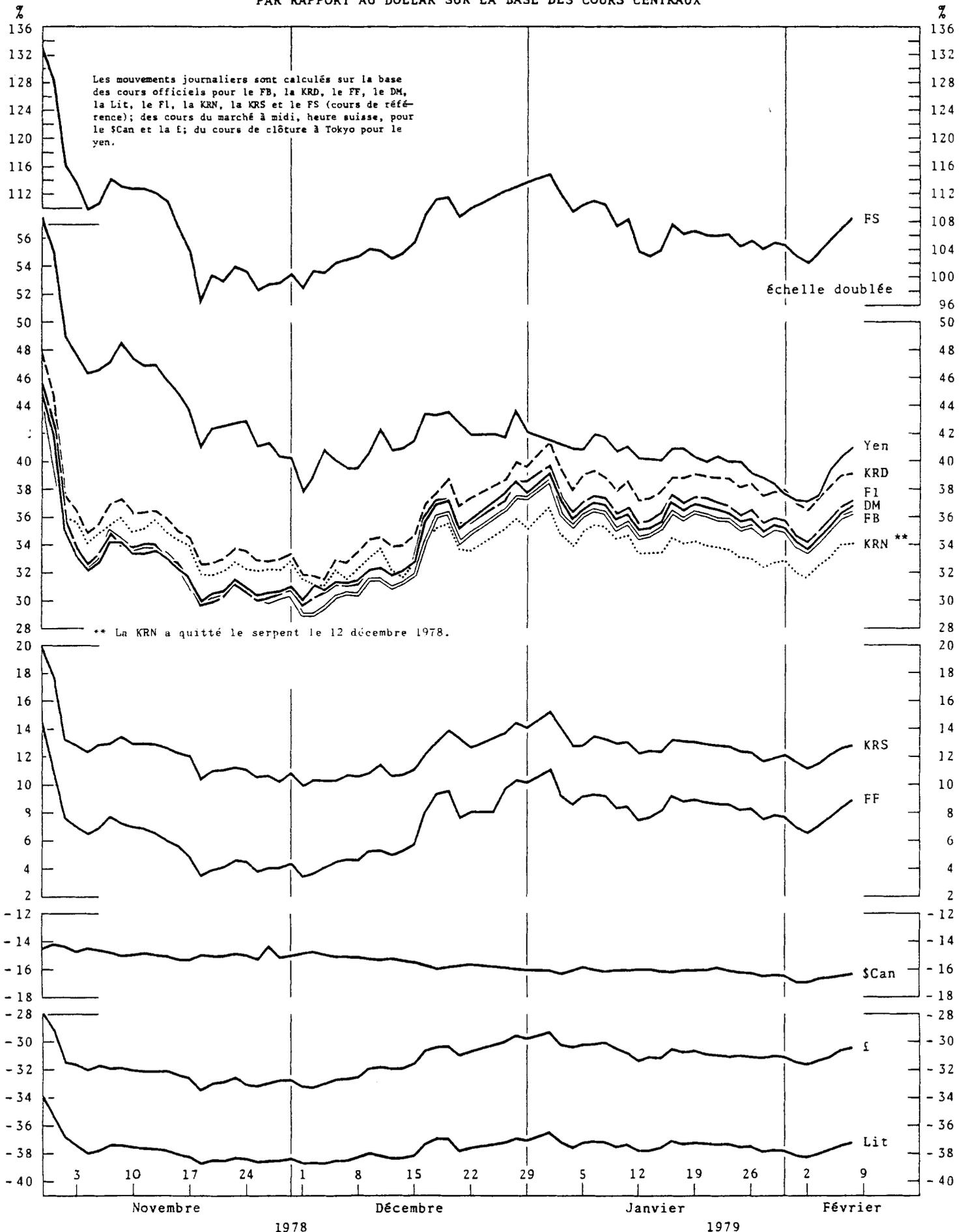
* * *

Au cours des premiers jours de février, la demande de dollars EU s'est d'abord maintenue et les banques centrales participant à la concertation ont cédé un montant net de dollars assez important au marché. L'annonce de résiliations de commandes importantes d'armement de l'Iran aux Etats-Unis, la hausse rapide du prix de l'or et de certaines matières premières ont provoqué un renversement sur le marché des changes. Le dollar a perdu une partie du terrain qu'il avait gagné en janvier, le recul s'étant surtout produit par rapport au yen, franc suisse et deutsche mark. Les banques participantes ont soutenu le dollar en procédant à des achats parfois fort considérables - de plus de 700 millions de dollars EU contre le seul deutsche mark; elles ont ainsi pu freiner le mouvement de recul, et vers la fin de la semaine écoulée le dollar s'est à nouveau raffermi quelque peu.

Au sein du "serpent", on a d'abord noté un raffermissement de la couronne danoise, accompagné de quelques achats de soutien en faveur du franc belge. Le deutsche mark s'est également trouvé momentanément au point d'intervention inférieur par rapport à la couronne danoise, sans qu'il fût toutefois nécessaire de procéder à des interventions. La situation s'est détendue par suite du léger affaiblissement de la couronne danoise, après la décision prise, avec effet au 6 février 1979, par le Danemark d'interdire la cession à des non-résidents de titres d'Etat danois, avec des échéances déterminées.

Le Japon a définitivement supprimé, à compter du 10 février 1979, l'obligation faite aux banques commerciales de constituer des réserves sur l'accroissement des avoirs en yens convertibles, détenus par des non-résidents, dont le coefficient avait déjà été ramené en janvier de 100 à 50%.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES
PARTICIPANT A LA CONCERTATION
PAR RAPPORT AU DOLLAR SUR LA BASE DES COURS CENTRAUX*



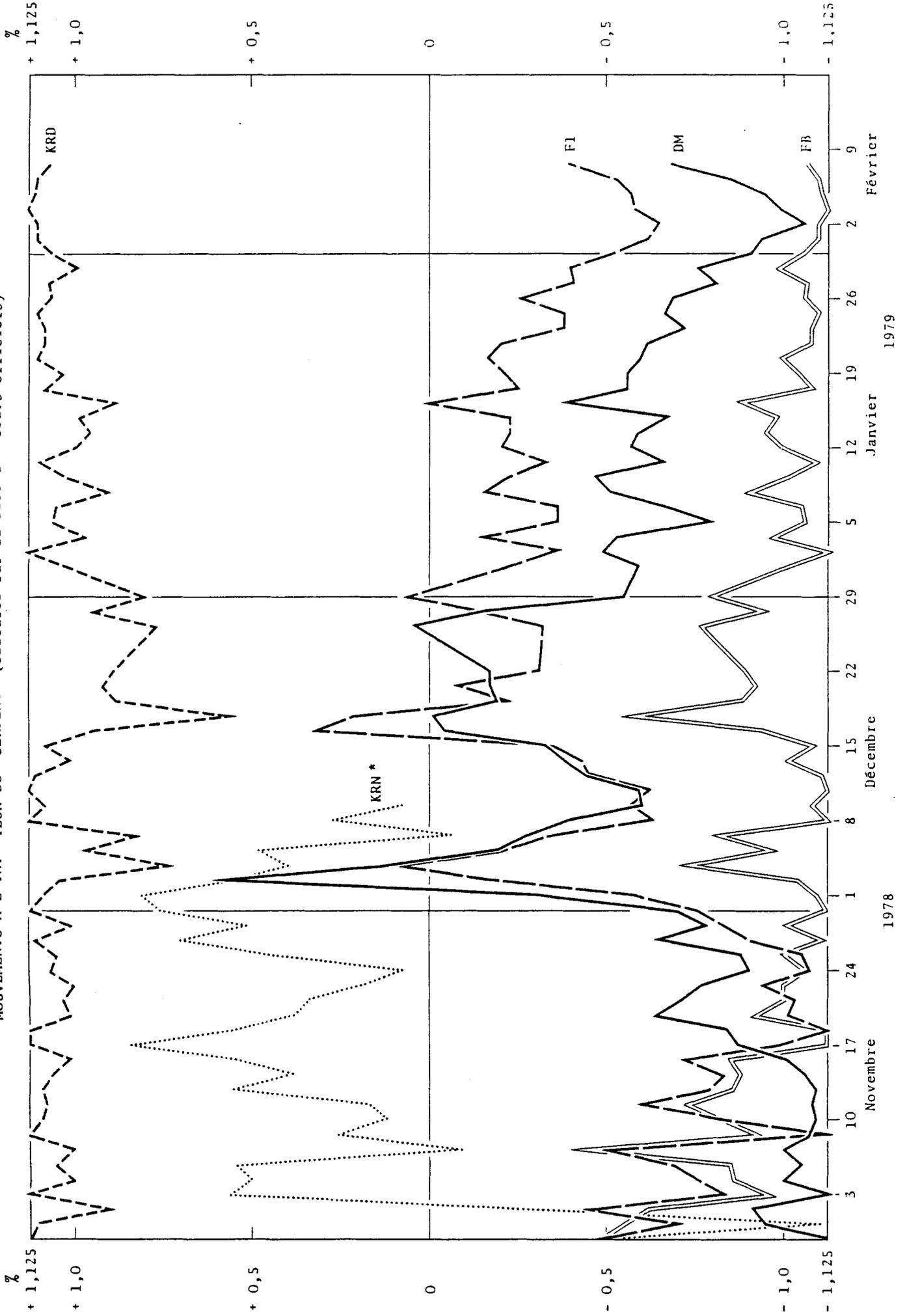
• Effectif, 1 dollar EU = FF 4,60414.

• Théoriques, 1 dollar EU = FB 39,5433; KRD 7,10121; DM 2,51605; Lit 523,35; Yen 277,20; F1 2,72664; KRN 6,78666; KRS 4,90; FS 3,456. £1 = 2,8952.

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,003.

8 février 1979

MOUVEMENTS A L'INI (EUR DU "SERPENT" (calculés sur la base d cours officiels)



*La KRN a quitté ce serpent le 12 décembre 1978.

TABLES SUPPLIED BY GOVERNOR BAFFI
TO THE GOVERNORS AND ALTERNATES OF THE COMMITTEE OF GOVERNORS

The Public Administration comprises:

Government (Treasury)

Other central government bodies

(Cassa per il Mezzogiorno (Southern Italy Development Fund),
Cassa DD.PP. (Central Post Office Savings Fund), Istat
(Central Statistics Institute), CNR (National Research
Centre), CNEN (National Committee for Nuclear Energy), ANAS
(National Road Agency), Forestry Commission, etc.)

Social security agencies

Local authorities (regions, provinces, municipalities)

Other local administration agencies

(IACP (Autonomous Institutions for Low-Cost Housing), devel-
opment agencies, universities, Chamber of Commerce, provin-
cial tourist authorities, etc.)

The "enlarged" public sector comprises, in addition to the agencies
listed above, the following:

Autonomous government agencies not included above

(State railways, postal and telegraph authorities, State
telephone company, State monopolies)

Hospitals

Municipal agencies

ENEL (National Electricity Agency)

COMPARISON OVER 10 YEARS

Items		1966-1968	1976-1978
<u>Growth</u> (1)	- GDP at constant prices	6.4	3.1
	- prices (2)	2.2	16.9
	- cost of labour (3)	8.4	18.1
<u>Unemployment</u>	- registered unemployed	1.1bill.	1.5bill.
	- short hours compensation (no. of hours)	87.3bill.	283.5bill.
<u>Income distribution</u>	- share of wages and salaries	56.7	70.3
<u>Investment</u>	- fixed investment: GDP	20.6	16.9
	- inv. in plant and equipment: GDP	7.0	7.3
<u>Foreign trade</u>	- imports (4)	12.5	16.6
	- exports (4)	13.3	20.1
<u>Capital position of the nation</u>	- net foreign position (5)	811 bill.	7,797bill.
	- public debt	15,986 bill.	92,534bill.

Averages of three-year periods; figures in italics are averages of the two-year period 1976-77.

(1) Yearly percentage increases. - (2) GDP implicit deflator. - (3) Per employed worker in industry, excluding construction. - (4) At constant prices. - (5) Year-end net foreign position of the Banca d'Italia-UIIC and of commercial banks.

Sources: Budget Ministry, Relazione generale sulla situazione economica del Paese; Istat, Annuario di Statistiche del Lavoro; Banca d'Italia, Relazioni Annuali.

ITALY AND THE EUROPEAN COUNTRIES

Countries	GDP	Fixed investment	Unit cost of labour	Consumer prices	Exchange rate (2)	Public deficit (*) (3)
	(index numbers (1))					(ratio to GDP)
UNITED KINGDOM	106.0	92.3	213.8	212.5	68.0	4.6
GERMANY	111.2	94.5	129.4	131.6	130.0	1.6
FRANCE	116.6	108.8	169.4	163.6	91.2	0.6
NETHERLANDS	117.3	105.8	142.3	151.6	117.8	1.7
BELGIUM	115.9	105.8	149.5	158.9	109.9	4.3
<u>AVERAGE</u> (4)	<u>112.5</u>	<u>99.9</u>	<u>159.4</u>	<u>159.5</u>	<u>104.7</u>	<u>1.8</u>
ITALY	115.1	100.4	277.6	215.1	58.6	9.3

(1) All index numbers, except for the exchange rate, are calculated for 1977, assuming 1972-100 as basis. The index for the exchange rate refers to May 1978, with March 1973 as basis. - (2) Average exchange rate weighted in terms of the bilateral shares of world trade in the total foreign trade of each individual country. - (3) 1972-1977 averages. Data for Germany and the United Kingdom include social security. - (4) Weighted average, with 1976 dollar GDP as weights.

(*) Central Government.

Sources: IMF (World Economic Outlook) and Morgan Guaranty Trust (World Financial Markets).

ENLARGED PUBLIC SECTOR

a. Deficit and borrowing requirement: trend and target - projections to 1981 (as a percentage of GDP)

	1978	1979	1980		1981	
			trend	target	trend	target
Deficit on current account	6.3	7.2	8.5	6.7	9.9	6.2
Deficit on capital account	6.9	7.6	7.9	8.0	8.0	8.4
Deficit	13.2	14.8	16.4	14.7	17.9	14.6
Overall borrowing requirement	16.6	15.6	17.6	15.8	19.0	15.6
Loans from abroad	0.3	0.9	0.55	0.55	0.5	0.5
Overall domestic borrowing requirement	16.3	14.7	17.0	15.3	18.5	15.1

b. Investment by the enlarged public sector (as a percentage of GDP)

	1978	1979	1980		1981	
			trend	target	trend	target
Public investment	4.7	5.3	5.5	5.9	5.1	6.4

Deficit on current account	12,700	17,100	23,050	18,100	30,300	18,900
Overall borrowing requirement	33,300	36,830	47,500	42,850	57,950	47,650
Loans from abroad	500	2,100	1,500	1,500	1,500	1,500
Overall domestic borrowing requirement	32,800	34,730	46,000	41,350	56,450	46,150
GDP	201,000	236,700		270,600		304,700

COST OF LABOUR AND COMPETITIVENESS

(index numbers: 1970=100)

YEARS	Unit Cost of labour			Nominal exchange rate	Competitiveness (1)
	Italy	Other countries	relative movement		
	a	b	c = a:b	d	e = c:d
1971	112.1	106.9	104.9	99.3	104.1
1972	118.9	111.7	106.4	99.0	105.3
1973	134.2	119.1	112.7	90.2	101.7
1974	159.3	134.4	118.5	81.4	96.5
1975	214.9	155.0	138.6	79.2	109.8
1976	236.7	156.2	151.5	66.1	100.1
1977	274.7	164.7	166.8	61.5	102.6
1978	303.5	173.3	175.1	59.6	104.3
1979 (2)	333.9	182.0	183.5	58.7	107.7

In 1979, should the unit cost of labour increase by 10 per cent in Italy and by 5 per cent in the other countries, the loss in competitiveness, with an unchanged exchange rate, would come close to the level which had been reached immediately before the 1976 crisis.

Unit cost of labour in national currency, in manufacturing industries. The "other countries" are: Canada, USA, Japan, France, Germany, United Kingdom, Belgium, Netherlands, Sweden and Switzerland.

1. An increase in the index of competitiveness (or "real" exchange rate) indicates a decrease in competitiveness.

2. Forecasts.

Source: OECD.

Table 7

TOTAL DOMESTIC CREDIT

Years	Gross domestic product (GDP)	prices	Δ Total Domestic Credit (Δ TDC)		TDC / GDP	Share of private sector	TDC	GDP
			enlarged public sector (1)	private sector (2)				
1971	8,8	7,1	11,670	.....	131,0	.....	82,654	63,056
1972	9,6	6,3	15,071	.....	141,5	.....	97,726	69,080
1973	19,4	11,7	20,874	10,500	143,8	49,7	118,600	82,503
1974	23,3	18,3	19,472	11,200	135,7	72,5	138,072	101,723
1975	13,1	17,2	30,837	19,100	146,8	38,1	168,909	115,072
1976	25,0	18,3	33,323	18,400	140,6	44,8	202,233	143,849
1977	20,3	18,3	35,856	19,600	137,6	45,3	238,089	172,988
1978	16,2	13,9	48,000	32,800	142,3	31,7	286,089	201,000
1979	17,8	12,7	53,000	34,730	143,3	34,5	339,089	236,700

(1) Net of borrowing abroad, amounting to 100 billion lire in 1977, 500 billion in 1978 and 2,100 billion in 1979.

(2) By the credit institutions and through bond issues.

(end-period figures; billions of lire)

I T E M S	1970		1976		1977		1978 (estimate)	
	absolute values	in %	absolute values	in %	absolute values	in %	absolute values	in %
Medium and long-term securities (2).....	7,403	35.9	15,425	26.2	23,393	28.4	37,530	34.1
Treasury bills.....	2,023	9.3	9,632	16.4	24,710	29.9	34,064	31.0
Post Office savings.....	5,863	28.4	15,020	27.2	19,218	23.2	23,675	21.5
Loans by credit institutions to:								
- local authorities.....	3,761	18.2	13,085	22.2	9,960	12.0	9,400	8.5
- social security institutions.....	282	1.4	1,625	2.8	1,824	2.2	2,020	1.8
- autonomous govt. agencies.....	215	1.0	257	0.4	662	0.8	492	0.5
- hospitals.....	379	1.8	1,275	2.2	1,176	1.4	900	0.8
- other central govt. agencies.....	22	0.1	153	0.3	229	0.3	260	0.2
- municipal agencies.....	120	0.5	380	0.6	364	0.4	370	0.4
Other debt.....	574	2.7	1,006	1.7	1,146	1.4	1,340	1.2
TOTAL.....	20,642	100.0	58,266	100.0	82,682	100.0	110,051	100.0
Finance to ENEL.....	3,298		8,220		8,877		9,627	
of which: bond issues.....	2,811		6,648		7,669		(8,719)	
credit instit. loans.....	487		1,572		1,208		(908)	
Borrowing from BI-UITC (3).....	6,699		39,247		34,970		40,151	

(1) Excluding foreign debt. - (2) Government and government-guaranteed securities and bonds issued by Crediop (Credit Consortium for Public Works) on behalf of the Treasury and bonds issued by the local authorities, net of purchases by public sector bodies. - (3) Banca d'Italia-UITC financing in the form of purchases of short, medium and long-term securities, Treasury current account and other minor items.

Overall monetary and non-monetary debt of the enlarged public sector	30,639	106,335	126,529	159,829
--	--------	---------	---------	---------

HYPOTHESES CONCERNING THE NATIONAL ACCOUNTS (-)

Table 11

	1978 (*)					1979					1980					1981				
	Δ changes:			billions of lire	Δ changes:			billions of lire	Δ changes:			billions of lire	Δ changes:			billions of lire				
	Q	P	V		Q	P	V		Q	P	V		Q	P	V					
Gross Domestic Product	2.0	13.9	16.2	201,000	4.2	12.7	17.0	216,100	4.0	9.9	14.2	210,600	4.0	8.3	12.6	204,100				
Imports	2.0	3.0	0.2	50,100	9.0	0.5	10.2	59,200	7.0	6.5	13.9	61,350	7.0	6.0	13.4	76,600				
Exports	0.0	10.9	16.0	150,900	-4.8	12.2	6.8	156,900	7.0	3.4	0.3	149,250	7.0	2.3	0.2	127,500				
Domestic demand	1.4	13.4	14.9	500,145	5.6	12.7	19.0	230,200	4.5	9.9	14.0	273,500	4.4	8.2	13.0	309,000				
Household consumption	1.0	13.0	15.1	139,313	4.5	12.0	17.0	192,600	4.0	9.0	13.4	173,000	3.5	7.5	11.3	192,500				
Collective consumption	0.4	0.4	0.3	110,832	1.1	0.7	0.2	37,600	0.5	0.9	0.7	30,500	0.9	0.7	0.7	16,000				
Gross fixed investment	-1.0	12.4	-12.4	37,745	7.1	11.3	19.2	45,000	2.0	14.5	-16.0	41,000	2.0	12.2	14.4	48,900				
Construction	0.5	12.4	13.0	22,000	6.5	11.5	18.0	26,350	0.0	9.0	17.0	33,000	0.0	7.5	17.2	62,100				
Equipment	-1.5	0.0	-0.6	15,745	0.6	0.2	1.2	18,650	2.0	5.5	0.2	12,000	2.0	4.7	2.2	16,800				
Changes in inventories	-	-	-	4,000	-	-	-	8,650	-	-	-	8,000	-	-	-	12,000				
Net balance of payments (IKF)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
Govt. deficit on cur. a/c. as a percentage of GDP	-	-	-	-12,000 (6.0)	-	-	-	-16,000 (6.0)	-	-	-	-11,300 (6.4)	-	-	-	-13,300 (6.0)				

Underlying hypotheses for 1979, 1980 and 1981:

Stability of the exchange rate

Cost of labour per hour worked constant in industry excluding construction

Growth in world demand of 4.5 per cent in 1979, 5.0 per cent in 1980 and 5.5 per cent in 1981

Required public sector investment. "Required" public investment should exceed the figures already communicated to the Budget Minister by about 1,000 billion lire in 1980 and 4,000 billion in 1981.

1980 and 1981:

Decrease in the ratio of General Government deficit on current account to gross domestic product, in 1981 should return to the levels recorded in 1978. The trend for the deficit would be 21,500 billion in 1980 and 28,500 in 1981.

Base data calculations.

Total provisional estimate.

Note: As mentioned in the text, this table is published with the purpose of illustrating, within a framework that is consistent with the proposed regulations and policies, the type of development which the Italian economy may undergo if the proposed strategy is adopted.

TABLES SUPPLIED BY GOVERNOR BAFFI
TO THE GOVERNORS AND ALTERNATES OF THE COMMITTEE OF GOVERNORS

The Public Administration comprises:

Government (Treasury)

Other central government bodies

(Cassa per il Mezzogiorno (Southern Italy Development Fund),
Cassa DD.PP. (Central Post Office Savings Fund), Istat
(Central Statistics Institute), CNR (National Research
Centre), CNEEN (National Committee for Nuclear Energy), ANAS
(National Road Agency), Forestry Commission, etc.)

Social security agencies

Local authorities (regions, provinces, municipalities)

Other local administration agencies

(IACP (Autonomous Institutions for Low-Cost Housing), devel-
opment agencies, universities, Chamber of Commerce, provin-
cial tourist authorities, etc.)

The "enlarged" public sector comprises, in addition to the agencies
listed above, the following:

Autonomous government agencies not included above

(State railways, postal and telegraph authorities, State
telephone company, State monopolies)

Hospitals

Municipal agencies

ENEL (National Electricity Agency)

COMPARISON OVER 10 YEARS

Items		1966-1968	1976-1978
<u>Growth</u> (1)	- GDP at constant prices	6.4	3.1
	- prices (2)	2.2	16.9
	- cost of labour (3)	8.4	18.1
<u>Unemployment</u>	- registered unemployed	1.1bill.	1.5bill.
	- short hours compensation (no. of hours)	87.3bill.	283.5bill.
<u>Income distribution</u>	- share of wages and salaries	56.7	70.3
<u>Investment</u>	- fixed investments: GDP	20.6	16.9
	- inv. in plant and equipment: GDP	7.0	7.3
<u>Foreign trade</u>	- imports (4)	12.5	16.6
	- exports (4)	13.3	20.1
<u>Capital position of the nation</u>	- net foreign position (5)	811 bill.	7,797bill.
	- public debt	15,986 bill.	92,534bill.

Averages of three-year periods; figures in italics are averages of the two-year period 1976-77.

(1) Yearly percentage increases. - (2) GDP implicit deflator. - (3) Per employed worker in industry, excluding construction. - (4) At constant prices. - (5) Year-end net foreign position of the Banca d'Italia-UIC and of commercial banks.

Sources: Budget Ministry, Relazione generale sulla situazione economica del Paese; Istat, Annuario di Statistiche del Lavoro; Banca d'Italia, Relazioni Annuali.

ITALY AND THE EUROPEAN COUNTRIES

Countries	GD ^P	Fixed Investment	Unit cost of labour	Consumer prices	Exchange rate (2)	Public deficit (*) (3)
	(Index numbers (1))					(ratio to GDP)
UNITED KINGDOM	106.0	92.3	213.8	212.5	68.0	4.6
GERMANY	111.2	94.5	129.4	131.6	130.0	1.6
FRANCE	116.6	108.8	169.4	163.6	91.2	0.6
NETHERLANDS	117.3	105.8	142.3	151.6	117.8	1.7
BELGIUM	115.9	105.8	149.5	158.9	109.9	4.3
<u>AVERAGE</u> (4)	<u>112.5</u>	<u>99.9</u>	<u>159.4</u>	<u>159.5</u>	<u>104.7</u>	<u>1.8</u>
ITALY	115.1	100.4	277.6	215.1	58.6	9.3

(1) All index numbers, except for the exchange rate, are calculated for 1977, assuming 1972=100 as basis. The index for the exchange rate refers to May 1978, with March 1973 as basis. - (2) Average exchange rate weighted in terms of the bilateral shares of world trade in the total foreign trade of each individual country. - (3) 1972-1977 averages. Data for Germany and the United Kingdom include social security. - (4) Weighted average, with 1976 dollar GDP as weights.

(*) Central Government.

Sources: IMF (World Economic Outlook) and Morgan Guaranty Trust (World Financial Markets).

ENLARGED PUBLIC SECTOR

. Deficit and borrowing requirement: trend and target - projections to 1981 (as a percentage of GDP)

	1978	1979	1980		1981	
			trend	target	trend	target
Deficit on current account	6.3	7.2	8.5	6.7	9.9	6.2
Deficit on capital account	6.9	7.6	7.9	8.0	8.0	8.4
Deficit	13.2	14.8	16.4	14.7	17.9	14.6
Overall borrowing requirement	16.6	15.6	17.6	15.8	19.0	15.6
Loans from abroad	0.3	0.9	0.55	0.55	0.5	0.5
Overall domestic borrowing requirement	16.3	14.7	17.0	15.3	18.5	15.1

b. Investment by the enlarged public sector (as a percentage of GDP)

	1978	1979	1980		1981	
			trend	target	trend	target
Public investment	4.7	5.3	5.5	5.9	5.1	6.4

Deficit on current account	12,700	17,100	23,050	18,100	30,300	18,900
Overall borrowing requirement	33,300	36,830	47,500	42,950	57,950	47,650
Loans from abroad	500	2,100	1,500	1,500	1,500	1,500
Overall domestic borrowing requirement	32,800	34,730	46,000	41,450	56,450	46,150
GDP	201,000	236,700		270,600		304,700

COST OF LABOUR AND COMPETITIVENESS

(index numbers: 1970=100)

YEARS	Unit Cost of labour			Nominal exchange rate	Competitiveness (1)
	Italy	Other countries	relative movement		
	a	b	c = a:b	d	e = c:d
1971	112.1	106.9	104.9	99.3	104.1
1972	118.9	111.7	106.4	99.0	105.3
1973	134.2	119.1	112.7	90.2	101.7
1974	159.3	134.4	118.5	81.4	96.5
1975	214.9	155.0	138.6	79.2	109.8
1976	236.7	156.2	151.5	66.1	100.1
1977	274.7	164.7	166.8	61.5	102.6
1978	303.5	173.3	175.1	59.6	104.3
1979 (2)	333.9	182.0	183.5	58.7	107.7

In 1979, should the unit cost of labour increase by 10 per cent in Italy and by 5 per cent in the other countries, the loss in competitiveness, with an unchanged exchange rate, would come close to the level which had been reached immediately before the 1976 crisis.

Unit cost of labour: in national currency, in manufacturing industries. The 'other countries' are: Canada, USA, Japan, France, Germany, United Kingdom, Belgium, Netherlands, Sweden and Switzerland.

1. An increase in the index of competitiveness (or 'real' exchange rate) indicates a decrease in competitiveness.
2. Forecasts.

Source: OECD.

Table 7

TOTAL DOMESTIC CREDIT

Years	Gross domestic product (GDP)		Δ Total Domestic Credit (Δ TDC)			TDC	GDP
	(% change)	prices	enlarged public sector (1)	private sector (2)	(in %)		
1971	8,0	7,1	11,670	.....	.....	82,654	63,056
1972	9,6	6,3	15,071	.....	.....	97,726	69,060
1973	19,4	11,7	20,074	10,500	10,374	118,600	82,503
1974	23,3	10,3	19,472	11,200	8,272	138,072	101,723
1975	13,1	17,2	30,837	19,100	11,737	168,909	115,072
1976	25,0	18,3	33,323	18,400	14,923	202,233	143,849
1977	20,3	18,3	35,656	19,600	16,256	238,089	172,988
1978	16,2	13,9	48,000	32,800	15,200	286,089	201,000
1979	17,8	12,7	53,000	34,730	18,270	339,089	236,700

(1) Net of borrowing abroad, amounting to 100 billion lire in 1977, 500 billion lire in 1978 and 2,100 billion lire in 1979.

(2) By the credit institutions and through bond issues:

(end-period figures; billions of lire)

I T E M S	1970		1976		1977		1978 (estimate)	
	absolute values	in %	absolute values	in %	absolute values	in %	absolute values	in %
Medium and long-term securities (Z).....	7,403	35.9	15,425	25.2	23,393	29.4	37,530	34.1
Treasury bills.....	2,023	9.3	9,632	15.4	24,710	29.9	34,064	31.0
Post Office savings.....	5,863	23.4	15,020	27.2	19,218	21.2	23,675	21.5
Loans by credit institutions to								
- local authorities.....	3,761	13.2	13,085	22.7	9,960	12.0	9,400	8.5
- social security institutions.....	282	1.4	1,525	2.3	1,324	1.2	2,020	1.8
- autonomous govt. agencies.....	215	1.0	257	0.4	662	0.3	492	0.5
- hospitals.....	379	1.3	1,275	2.2	1,176	1.4	900	0.8
- other central govt. agencies.....	22	0.1	153	0.3	229	0.3	260	0.2
- municipal agencies.....	120	0.5	380	0.6	364	0.4	370	0.4
Other debt.....	574	2.3	1,006	1.7	1,146	1.4	1,340	1.2
TOTAL.....	20,642	100.0	53,266	100.0	82,582	100.0	110,051	100.0
Finance to ENEL.....	3,298		3,220		9,377		9,627	
of which: bond issues.....	2,311		6,648		7,669		(8,719)	
- credit instit. loans.....	487		1,572		1,208		(908)	
Borrowing from BI-UITC (3)	6,699		39,247		34,970		40,151	

1) Excluding foreign debt. - (2) Government and government-guaranteed securities and bonds issued by Credios (Credit Consortium for Public Works) on behalf of the Treasury, and bonds issued by the local authorities, net of purchases by public sector bodies. - (3) Banca d'Italia-UITC financing in the form of purchases of short, medium and long-term securities, Treasury current account and other minor items.

Overall monetary and non-monetary debt of the enlarged public sector

30,639 106,335 126,529 159,829

HYPOTHESES CONCERNING THE NATIONAL ACCOUNTS (*)

Table 11

	1978 (*)					1979					1980					1981				
	X changes:			billions of lire	billions of lire	X changes:			billions of lire	billions of lire	X changes:			billions of lire	billions of lire	X changes:			billions of lire	
	Q	P	V			Q	P	V			Q	P	V			Q	P	V		
Gross Domestic Product	2.0	13.9	16.2	501,000	4.5	12.1	17.0	506,000	4.0	9.9	14.2	510,600	4.0	8.3	12.6	504,100				
Imports	3.0	3.0	0.2	50,100	2.0	0.5	10.2	29,300	7.0	6.5	13.9	67,550	7.0	6.0	13.4	76,600				
Exports	2.5	6.9	12.0	51,013	4.5	0.5	13.3	51,000	3.0	6.5	11.9	64,600	5.5	6.0	11.8	73,310				
Domestic demand	1.4	13.2	14.9	500,143	3.6	12.1	13.0	510,300	4.3	9.9	14.0	473,500	4.4	8.2	13.0	509,000				
Household consumption	1.0	13.0	15.1	439,213	4.3	12.0	17.0	432,000	4.0	9.0	13.4	473,000	3.5	7.5	11.3	492,500				
Collective consumption	2.4	17.2	20.3	39,197	2.5	17.3	20.2	35,100	2.0	14.5	14.8	41,000	2.0	12.2	14.4	48,000				
Government investment	1.6	12.4	12.4	31,145	7.1	11.3	12.2	43,000	0.0	2.0	17.0	33,000	2.0	7.5	17.2	62,100				
Construction	0.5	12.4	13.0	22,007	6.3	11.2	10.0	26,350												
Equipment	-4.6	12.1	6.9	13,650	0.9	11.0	12.8	13,750												
Changes in inventories	-	-	-	7,030	-	-	-	9,300												
Balance of payments (IKF)	-	-	-	4,500	-	-	-	4,300												
Govt. deficit on cur. a/c. as a percentage of GDP	-	-	-	-11,000 (6.0)	-	-	-	-16,000 (6.0)												

Underlying hypotheses for 1979, 1980 and 1981:

Stability of the exchange rate

Cost of labour per hour worked constant in industry excluding construction

Growth in world demand of 4.5 per cent in 1979, 5.0 per cent in 1980 and 5.5 per cent in 1981

Required public sector investment. Required public investment should exceed the figures already

Communicated to the Budget Minister by about 1,000 billion lire in 1980 and 4,000 billion lire in 1981.

1980 and 1981:

Decrease in the ratio of General Government deficit on current account to gross domestic product,

In 1981 should return to the levels recorded in 1978. The trend for the deficit would be 21,500 billion lire in 1980 and 28,500 lire in 1981.

Banca d'Italia calculations.

Final provisional estimate.

Final provisional estimate.

Note: As enclosed in the text, this table is published with the purpose of illustrating, within a framework that is consistent with the proposed regulations and policies, the type of development which the Italian economy may undergo if the proposed strategy is adopted.