

PROCES-VERBAL*
DE LA 220e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 8 DECEMBRE 1987 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Masera et Micossi; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Karamouzis; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Linde et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Benard; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Pego Marques; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Costa, Louw et Dixon; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assistent en outre MM. Dalgaard et Raymond, Présidents de groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 9 février 1988, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 219e séance

En raison de la diffusion tardive du projet, le Président propose de renvoyer à la prochaine séance l'approbation du procès-verbal de la séance de novembre (219e séance).

II. Surveillance des développements et des politiques économiques et monétaires dans les pays de la CEE sur la base:

- Préparation par le "Groupe Dalgaard" et discussion par le Comité des Suppléants;
- Graphiques et tableaux

A. Exposé de M. Dalgaard

Fin octobre-début novembre, des tensions assez graves se sont produites dans le SME et se sont traduites par des glissements importants de certaines monnaies dans la bande, notamment le franc français et la lire italienne, et de fortes interventions de la Banque de France. Ces tensions ont été surmontées, grâce en particulier à une action coordonnée en matière de taux d'intérêt prenant essentiellement la forme d'une baisse des taux en Allemagne et d'un relèvement en France.

Depuis ce moment-là, c'est-à-dire depuis la séance du Comité de novembre, le dollar a varié d'une manière irrégulière mais, dans l'ensemble, autour du même niveau. De nouveaux cours records ont malgré tout été enregistrés en Allemagne, aux Pays-Bas, au Japon, en Suisse et en Autriche. Au sein du SME, il n'y a eu ni changements des positions relatives, ni renversements de celles-ci; les interventions ont été faibles et la France n'a pas observé de reflux de capitaux. Des réductions coordonnées de taux d'intérêt ont été faites en liaison avec la baisse des taux allemands, ce qui a accru, dans certains cas, l'écart avec ces derniers taux. Ces mouvements et quelques interventions concertées sur le dollar ont dû contribuer à stabiliser quelque peu celui-ci. La Bank of England a diversifié ses interventions à l'achat juste avant le week-end de Bâle, en acquérant des Ecus privés, des francs français et belges et des liras italiennes à un moment où il n'est pas approprié d'acheter des deutsche marks.

En ce qui concerne l'avenir proche, les experts estiment qu'une nouvelle baisse prononcée du dollar pourrait faire ressurgir des tensions dans le SME. Plusieurs facteurs peuvent influencer l'évolution du dollar. Celui-ci semble déjà sous-évalué (l'augmentation du volume des exportations

en est déjà un signe) et, par conséquent, la balance commerciale devrait s'améliorer également en valeur surtout si le cours du dollar était stabilisé. Le déficit budgétaire américain a déjà été réduit sensiblement et, même si le plan convenu avec le Congrès n'est pas très impressionnant, son résultat net devrait être au moins le maintien de ce niveau réduit. Certaines hypothèses de base retenues pour le budget, par exemple croissance relativement élevée et taux d'intérêt faibles, pourraient néanmoins n'être pas très réalistes. Les écarts de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Europe ont été élargis et cela a été utile pour la stabilisation du dollar, mais on peut se demander si ces écarts vont durer. En effet, il semble peu probable que les Etats-Unis relèvent leurs taux durant une année électorale et une nouvelle tourmente boursière pourrait même les amener à les baisser. Enfin, les autorités monétaires deviennent plus sensibles au risque représenté par la concentration de leurs avoirs en dollars, du fait notamment des critiques qui se développent dans la presse et l'opinion sur les pertes encourues dans la détention de dollars. Ce phénomène a été mentionné pour le Royaume-Uni et Taiwan; la diversification des réserves qui pourrait en résulter risquerait d'aggraver le problème du financement du déficit de la balance des paiements américaine.

Le résultat net de tous ces facteurs est difficile à évaluer mais il n'est pas exclu que le dollar continue son déclin. Une nouvelle déclaration du G7 ne serait utile que si elle contenait plus qu'un vœu en faveur de la stabilité des cours de change. Or, il est difficile de voir les mesures qui seraient acceptables par les autorités des grands pays et qui, en même temps, seraient de nature à convaincre les marchés.

La question qui se pose est donc de savoir si une nouvelle baisse du dollar entraînerait des tensions dans le SME et quelles sont les possibilités de réaction. Le système a déjà survécu à de forts replis du dollar; la convergence des taux d'inflation est bonne et, même si des différences importantes subsistent dans les comptes courants, un réalignement n'apparaît pas nécessaire. En outre, les mesures budgétaires qui entreront en vigueur en Allemagne le 1er janvier 1988, devraient également contribuer à la cohésion du système. On ne peut pas exclure cependant la résurgence de tensions, par exemple en liaison avec des événements internes au SME, comme les prochaines élections en France qui suscitent toujours des attentes dans les marchés.

Les possibilités de réaction sont les mêmes que celles déjà utilisées, à savoir les interventions dont l'effet pourrait être amélioré par une très étroite concertation, l'exploitation de la bande de

fluctuation qui est très limitée vu les positions actuelles des monnaies et les taux d'intérêt où la marge est également faible, étant donné que le niveau est très bas en Allemagne et qu'un relèvement sensible dans d'autres pays serait difficile.

B. Exposé de M. Dini

Avant de présenter aux Suppléants les résultats de l'exercice de surveillance, M. Dalgaard a indiqué que le Secrétariat a besoin d'être renforcé en recrutant un statisticien; il a rappelé que les effectifs du Secrétariat sont demeurés inchangés depuis 1975 alors que la charge de travail s'est accrue au cours des dernières années et s'accroîtra encore en raison notamment du nouvel exercice de surveillance.

Dans le cadre de leur examen des évolutions récentes et des perspectives sur le marché des changes, les Suppléants soulignent le succès de la coopération pour faire face aux tensions engendrées au sein du SME par le glissement du dollar ainsi que le rôle joué à cet égard par les mesures récemment adoptées par les Gouverneurs pour maintenir la cohésion du SME. Des préoccupations sont cependant exprimées au sujet d'une nouvelle baisse du dollar qui créerait de nouvelles tensions dans le SME.

Les Suppléants notent à ce sujet que le récent accord entre l'Administration et le Congrès sur le budget des Etats-Unis n'a pas dissipé les incertitudes ni réussi à renverser l'opinion du marché à l'égard du dollar, laquelle demeure orientée à la baisse bien que la monnaie américaine apparaisse déjà sous-évaluée. Un doute prévaut également en ce qui concerne l'orientation de la politique monétaire américaine, le sentiment général étant que, en cas de conflit d'objectifs, la priorité pourrait être accordée aux objectifs de croissance interne. De nombreux Suppléants soulignent que la stabilisation du dollar nécessiterait une baisse importante de la demande interne aux Etats-Unis, ce qui semble peu probable notamment parce que 1988 est une année d'élections.

Certains Suppléants constatent qu'une modification dans la composition de la demande aux Etats-Unis est déjà perceptible, mais que l'amélioration fondamentale du solde commercial en volume continue d'être masquée par l'incidence défavorable de la dépréciation du dollar sur les termes de l'échange. Par conséquent, s'il était possible de convaincre les Etats-Unis de relever les taux d'intérêt pour soutenir le dollar, l'amélioration des données fondamentales finirait par s'imposer et inverser le sentiment du marché. D'autres Suppléants notent toutefois que la

balance des paiements courants des Etats-Unis subit également de plus en plus l'incidence négative des paiements d'intérêts relatifs à un endettement extérieur croissant et qu'il ne faut pas s'attendre, de toute façon, à un relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Certains Suppléants doutent qu'un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis soit suffisant pour stabiliser le dollar et éviter des tensions au sein du SME; ils remarquent que la croissance en Europe continue à contribuer de manière insuffisante à l'ajustement international et que, dans ces circonstances, un ralentissement de la demande aux Etats-Unis risque d'entraîner l'économie mondiale vers la stagnation.

Les Suppléants sont généralement d'avis que les modifications des taux d'intérêt en Europe ne peuvent apporter qu'une contribution marginale en faveur du dollar. Certains constatent que la baisse des taux d'intérêt du marché n'a pas accompagné celle des taux officiels et que des signaux plus résolus sont nécessaires dans ce domaine; d'autres Suppléants font cependant valoir qu'il est indispensable de conserver certaines marges de manoeuvre au cas où le dollar se remettrait à baisser.

La plupart des Suppléants soulignent qu'il est important de continuer à défendre les parités en vigueur au sein du SME et de s'opposer aux pressions susceptibles d'être engendrées par la faiblesse du dollar. Certains Suppléants rappellent toutefois qu'une action destinée à promouvoir l'ajustement extérieur est également nécessaire en Europe.

Les représentants de la Bank of England font part de leurs remarques sur l'évolution récente de la livre sterling ainsi que sur la politique d'intervention de la Bank of England. Ils indiquent que le dilemme de la politique est devenu récemment plus aigu: d'une part, la livre sterling est forte et le taux de change actuel deutsche mark/livre est considéré comme compatible avec les objectifs en matière d'inflation et une position concurrentielle extérieure satisfaisante; d'autre part, la rapide croissance de la demande interne, des salaires et des agrégats monétaires ne justifie pas de procéder de nouveau à un abaissement des taux d'intérêt et à un assouplissement de la politique monétaire. La Bank of England est donc intervenue massivement pour empêcher une appréciation de la livre sterling. Jusqu'à présent, les interventions (\$EU 23,5 milliards pour les onze premiers mois de 1987) ont été essentiellement en dollars, mais, compte tenu de l'objectif principal du maintien d'un taux stable livre sterling/deutsche mark, des interventions massives en dollars risquent d'être mal interprétées par le marché. Dans ces circonstances, il serait naturel que le Royaume-Uni intervienne en deutsche marks, ce qui

aurait cependant des effets déstabilisateurs pour le SME. En conséquence, la Bank of England a récemment commencé à diversifier sa politique d'intervention en acquérant d'autres monnaies du SME avec l'accord des pays concernés. D'une manière générale, les Suppléants prennent note avec intérêt de ce développement, qui semble accorder une plus grande place aux monnaies du SME dans les interventions et la gestion des réserves.

C. Discussion du Comité

M. Leigh-Pemberton présente quelques commentaires, en particulier sur la situation de la livre sterling. Le dilemme des politiques auquel les autorités britanniques doivent faire face a été très bien décrit par M. Dini. Le premier objectif est de maintenir la livre à peu près à sa parité actuelle avec le deutsche mark, ce qui assure une discipline anti-inflationniste opportune sans compromettre la compétitivité de l'industrie nationale. La croissance de l'économie britannique était forte avant la crise boursière et plusieurs signes (carnets de commande, investissements) indiquent qu'elle devrait se poursuivre. En revanche, les pressions inflationnistes internes sont préoccupantes, la hausse des prix et des rémunérations est forte ainsi que la progression des agrégats monétaires. Malgré cette évolution, les taux d'intérêt ont été abaissés à trois reprises depuis le 19 octobre, ce qui aurait été peu justifié s'il n'y avait pas eu le tumulte boursier et le souci de coopération avec les partenaires. Les interventions de la Bank of England ont été massives, \$EU 23,5 milliards durant les onze premiers mois de 1987, et nettement supérieures à celles des autres pays européens. Ce gros effort correspondait au désir de stabiliser le dollar et aussi de stabiliser la relation entre la livre et le deutsche mark. Il a été observé durant ces dernières semaines que les tensions sur la livre se développaient l'après-midi en provenance de New York, plutôt qu'en provenance de l'Europe. Des interventions massives en dollars pourraient, de ce fait, être mal perçues aux Etats-Unis, tandis que des interventions en deutsche marks seraient inopportunes car elles déstabiliseraient le mécanisme de change du SME. C'est pourquoi, pour la première fois le vendredi 4 décembre, la Bank of England a acheté des monnaies se situant dans la partie inférieure de la bande, francs français, francs belges et lires, ainsi que des Ecus privés, l'ensemble représentant l'équivalent de \$EU 270 millions. Il s'agit d'une action qui pourrait être répétée chaque fois que ce sera nécessaire et qui permet de sortir du dilemme décrit, mais

la Bank of England aimerait connaître les réactions de ses collègues sur ce type d'action.

La possibilité d'une réunion du G7, qui a été souvent évoquée, ne devrait être saisie que s'il y a un engagement ferme et net des autorités américaines d'oeuvrer efficacement pour la stabilité de leur monnaie. Or, il semble qu'une inquiétude excessive se manifeste aux Etats-Unis à l'égard d'une récession, entraînant une passivité et une inaction difficilement justifiables en matière de politique monétaire et de politique de change.

Le Président fait observer que l'expérience récente de la Bank of England est une sorte de préfiguration de sa participation au mécanisme de change, une sorte d'exercice à blanc.

M. Pöhl présente quelques remarques. Il explique tout d'abord que, pour juger les interventions de la Deutsche Bundesbank, il faut ajouter aux achats directs de dollars des recettes provenant d'autres sources, comme les revenus d'investissements. Ainsi les réserves en dollars ont augmenté de \$EU 13 milliards en 1987 et l'ensemble des réserves s'est plus fortement accru: +DM 38 milliards ou environ 50% (ce qui est à peu près l'équivalent des interventions de la Bank of England), par suite de transactions à l'intérieur du SME et de financements assurés par la Bundesbank. Une telle évolution est préoccupante car elle signifie la fourniture de liquidités aux banques bien au-delà de tout ce qui est raisonnable dans des circonstances normales. Bien sûr, des précautions ont été prises pour éviter que la liquidité ne soit surabondante en réduisant les montants des prises en pension et les quotas de réescompte et en augmentant les réserves obligatoires. Les mouvements de capitaux cachés derrière ces interventions pourraient affecter la politique monétaire allemande s'ils se poursuivaient au même rythme. Il est clair que les obligations de la Deutsche Bundesbank au sein du SME, obligations particulières du fait du rôle de monnaie d'intervention joué par le deutsche mark, représentent des contraintes pour sa politique monétaire, qui sont parfois négligées ou même ignorées dans le cas des Américains. A cet égard, il serait intéressant de connaître les vues de la Bank of England et du Banco de España sur les risques, notamment inflationnistes, engendrés par leurs interventions massives et sur leurs réactions à celles-ci.

La diversification des réserves est un problème qui devient grave et dont les conséquences pourraient être très sensibles non seulement pour le deutsche mark mais aussi pour les autres monnaies du SME. Cette tendance montre que le dollar pose désormais un problème de patrimoine et

pas seulement de flux. Des pays, comme Taiwan, dont les réserves officielles sont considérables, plus de \$EU 60 milliards, pourraient être tentés, comme il l'ont déjà fait, d'acquérir de plus en plus d'actifs libellés en deutsche marks. Or, la Bundesbank n'a pas de possibilité d'influencer ou de contrecarrer un tel processus. Les pays de la CEE qui ne sont pas membres du mécanisme de change devront veiller attentivement aux conséquences de leurs activités sur le SME et la relation \$/DM. Ainsi, il serait tout à fait contre-indiqué que de tels pays achètent des deutsche marks au moment où on essaie de modérer la pression sur celui-ci en abaissant les taux d'intérêt et en fournissant une liquidité plus qu'abondante. Cela ne s'est pas fait jusqu'à présent et la prudence et la bonne coopération qui ont régné devraient se poursuivre. Les interventions en Ecus privés peuvent aussi poser des problèmes car l'achat d'Ecus signifie l'acquisition de près de 50% de deutsche marks et de florins, monnaies fortes actuellement dans le système. Il serait donc utile que, comme les experts l'ont déjà évoqué dans leurs rapports, les interventions en Ecus pour des montants importants soient soumises à la même règle de la consultation préalable, en particulier avec les banques centrales dont les monnaies sont le plus affectées du fait de leur poids dans le panier.

Il serait également utile que les banques centrales d'Europe qui ne participent pas au G7 coordonnent leurs interventions avec l'objectif de stabilisation du dollar préconisé par ce groupe, et ne se mettent pas à vendre des montants énormes de dollars au moment où leurs partenaires achètent des volumes considérables.

En ce qui concerne le dilemme de la Bank of England, si celle-ci estime qu'il ne faut pas que la livre sterling se raffermisse davantage à l'égard du deutsche mark et du dollar, deux possibilités semblent ouvertes: soit baisser les taux d'intérêt, soit joindre le mécanisme de change où une monnaie forte serait bienvenue pour partager le fardeau.

La réduction du déficit budgétaire américain est certainement un élément crucial pour une réunion du G7. Un résultat minimum semble maintenant acquis dans ce domaine mais il faudrait en outre un engagement très clair des Etats-Unis démontrant qu'ils se préoccupent de la valeur de leur monnaie. En termes concrets, les Etats-Unis devraient soutenir le dollar en utilisant les réserves dont ils disposent; or ils détiennent par exemple DM 19 à 20 milliards et pourraient même emprunter en devises étrangères si cela est nécessaire et malgré l'expérience des Bons Carter. Une action et une démonstration de ce genre seraient plus faciles à

réaliser qu'un relèvement des taux d'intérêt et pourraient stabiliser le dollar sans qu'il soit nécessaire de tenir une réunion du G7.

M. de Larosière se déclare frappé de voir que le système financier mondial est déstabilisé non seulement par des déséquilibres des balances des paiements courants existants mais aussi par les mouvements de capitaux qui se déversent sur le système sous le couvert de la notion de diversification. Par exemple Taïwan reste très proche du dollar en ce qui concerne la valeur de sa monnaie et acquiert, comme d'autres pays d'Asie, une super-compétitivité. En diversifiant leurs avoirs pour échapper au risque de change sur le dollar, ces pays poussent ce dernier encore plus bas et renforcent encore leur compétitivité. On risque dès lors un engrenage diabolique entretenu sans fin ou plutôt jusqu'à la déstabilisation du système mondial. Ce danger est d'autant plus grand que les Etats-Unis ne semblent pas prendre de mesures pour stabiliser leur monnaie et restaurer la confiance des marchés; il est d'autant plus sérieux qu'il affecte aussi bien les flux c'est-à-dire les accroissements de réserves ou excédents que les stocks de dollars.

Cette tendance à la diversification des réserves est préoccupante pour le SME. En effet, ce dernier a donné depuis quelques mois de bons exemples de concertation et de réactions coordonnées face à la crise mondiale mais il reste fragile et sensible aux chocs extérieurs. Donc, toute diversification substantielle vers les monnaies fortes du SME risque de déstabiliser le système lui-même, en créant des tensions internes, et aussi de renforcer exagérément l'ensemble des monnaies européennes par rapport au dollar, ce qui n'est pas souhaitable pour la compétitivité de l'Europe.

S'il y a vraiment surchauffe et risque de tensions inflationnistes dans un pays comme le Royaume-Uni, on peut se demander alors si le "policy mix" est adapté aux circonstances et à la volonté de réduire la surchauffe. En outre, avec les taux d'intérêt de 8,5 à 9%, une économie florissante et des ressources pétrolières, il semble difficile d'échapper à des entrées de capitaux importantes et donc à leurs conséquences monétaires. Lors de ses interventions diversifiées, le 4 décembre 1987, la Bank of England a tenu grand compte des sensibilités et des risques à l'intérieur du SME mais, comme l'a dit M. Pöhl, il faut être très prudent et attentif. Les pays de la CEE, qu'ils soient ou non dans le mécanisme de change, ont de grandes responsabilités et ne doivent rien faire qui ajoute aux causes externes de tensions. Il est clair que si le Royaume-Uni était dans le mécanisme de change, la question ne se poserait même pas de savoir s'il peut intervenir en deutsche marks ou en florins, la

seule possibilité serait l'achat de monnaies faibles. La solution Ecus n'est pas une réponse entièrement satisfaisante du fait de la pondération importante des monnaies actuellement fortes.

Il convient donc de maintenir une étroite concertation dans ce domaine et de presser les Américains pour qu'ils donnent le sentiment qu'ils s'occupent de leur monnaie. Sans cela, les stocks considérables de dollars risquent de se déverser sur des alternatives séduisantes et d'emporter les relations de compétitivité normales, ce qui conduirait à une récession générale. Les Etats-Unis doivent enfin prendre conscience de la responsabilité qui incombe à un pays à monnaie de réserve et qui peut avoir un coût en termes de croissance économique, comme le Royaume-Uni l'a vécu après la guerre.

M. Rubio indique que les taux d'intérêt sont élevés en Espagne et représentent une des raisons du gonflement extraordinaire des réserves officielles qui a beaucoup compliqué la gestion de la politique monétaire. Le dilemme auquel il faut faire face est comparable à celui du Royaume-Uni. L'expansion monétaire et économique sont fortes, la hausse des prix a été contenue mais on ne peut pas desserrer les taux d'intérêt sous peine d'accentuer la croissance de la masse monétaire. Par ailleurs, la peseta s'est appréciée depuis plusieurs mois, 5% en termes nominaux depuis février 1987 par rapport au deutsche mark, et davantage en termes réels, alors que le déficit de la balance commerciale s'est aggravé et doublera en 1987 par rapport à 1986. Il y a donc peu de choix, c'est-à-dire qu'il est difficile d'accepter une nouvelle appréciation de la peseta et qu'il faudra maintenir des taux d'intérêt élevés. Il est très important d'assurer une coordination des interventions mais il faut discuter cette coordination de manière approfondie et en tenant compte d'autres éléments et pas seulement des interventions.

M. Duisenberg note que la tendance vers la diversification des réserves, qu'on a déjà constaté pour Taïwan, pourrait s'étendre à toute l'Asie et devenir ainsi encore plus inquiétante. En l'absence de possibilités de réaction de la part des pays européens, on pourrait songer au FMI. L'exercice de surveillance des cours de change de cette institution se centre normalement sur les monnaies dites traditionnelles, comme le dollar, le deutsche mark, la livre sterling, le franc français. Il serait utile que cette surveillance s'exerce aussi sur les monnaies des pays d'Asie qui deviennent une menace pour le système monétaire international.

M. Leigh-Pemberton reconnaît qu'on peut se demander s'il est préférable, actuellement au Royaume-Uni, de continuer à intervenir massivement et donc d'accepter les effets sur la situation monétaire interne ou d'abaisser les taux d'intérêt. La seconde solution a un effet plus direct et immédiat sur les tensions inflationnistes; elle entraîne notamment une baisse des taux hypothécaires et un accroissement des possibilités de dépenses. Les interventions peuvent être stérilisées bien que, à l'heure actuelle, cela ne soit pas très facile de le faire. En fait, les autorités maintiennent leur politique de désinflation tout en essayant de freiner l'appréciation de la livre. Dans ce contexte, la Bank of England est très consciente des effets de son action sur les participants au mécanisme de change, et elle prend note que, dans le cas d'interventions en Ecus privés importantes, il convient de suivre les règles de concertation et de consultation préalables et de tenir compte que l'achat d'Ecus signifie l'acquisition indirecte de 50% de monnaies fortes du panier. Il est à noter que l'expérience du 4 décembre a montré que des interventions importantes en Ecus ne sont pas faciles à réaliser par manque de contreparties.

Il serait effectivement utile d'exercer des pressions sur des pays tels que Taïwan par le canal du FMI, mais ce pays de même que Hong Kong ne sont pas membres du Fonds. En revanche, la Corée du Sud a été soumise récemment à la surveillance du FMI.

Le Président indique tout d'abord qu'en ce qui concerne le Royaume-Uni, les remarques formulées ne se limitaient pas seulement à une action sur les taux d'intérêt mais portaient aussi sur le "policy mix". Le débat très intéressant a mis en relief certains éléments et a montré l'utilité que les experts et les Suppléants poursuivent leur examen attentif des politiques d'intervention et des politiques en matière de réserves, notamment la tendance à la diversification de celles-ci. On pourrait décrire la situation actuelle comme un système à trois étages avec un premier étage composé des pays participant au mécanisme de change, un deuxième regroupant les pays appartenant au SME mais pas au mécanisme de change, et enfin les pays du reste du monde. La discussion a montré qu'il faut regarder de très près les interventions et les politiques de diversification des réserves que mènent les pays des deuxième et troisième étages. En outre, il faudrait que les pays du SME qui ne participent pas au mécanisme de change s'imposent les règles de celui-ci ou au moins les respectent et les vivent dans leur esprit, comme cela a été fait par la

Bank of England et le Banco de España. La question de la diversification des réserves devrait être particulièrement suivie et les experts devraient rendre compte au fil de leurs rapports de l'évolution dans ce domaine.

Le SME était à l'origine une construction fragile qui a toutefois déjà fait preuve d'un degré de résistance dans la tourmente tout à fait remarquable et supérieur aux attentes. La démonstration a été faite que la coopération entre les banques centrales en matière d'interventions, de taux d'intérêt et la disponibilité à exploiter les marges de fluctuation ont permis de faire face aux tensions; le SME est devenu une réalité incontournable.

Une réunion du G7 ne serait vraiment utile que si elle comportait des engagements précis et si elle était suivie d'actions concrètes. Ainsi qu'il a été dit, il serait souhaitable, par exemple, que les Etats-Unis se déclarent prêts à soutenir le dollar en utilisant leurs réserves de change importantes et même en empruntant des monnaies étrangères.

III. Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE concernant l'évolution sur les marchés des changes des dix-neuf pays participant à la concertation au cours du mois de novembre et des premiers jours de décembre 1987

Le Président constate l'adoption du rapport par le Comité, rapport qui sera transmis comme d'habitude aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

IV. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE sur la base du Rapport No 31 du groupe d'experts présidé par M. Raymond

A. Exposé de M. Raymond

Le Rapport No 31 rappelle tout d'abord les secousses qui ont agité les marchés depuis les Accords du Louvre. Il note que la crédibilité des taux de change de référence a été ruinée par l'accumulation de mauvaises nouvelles concernant la persistance du déficit extérieur en valeur des Etats-Unis. Mais il attribue aussi un rôle au sentiment, qu'ont eu les marchés, d'une moins bonne coordination des politiques de taux d'intérêt en octobre. Cela peut être attribué au conflit qui est apparu

entre le respect des objectifs internes (reprise de l'anticipation inflationniste mais crainte d'une récession aux Etats-Unis, déviation des agrégats monétaires en Allemagne) et ce qu'eut exigé le maintien à court terme de taux de change stables.

L'inquiétude des opérateurs s'est manifestée d'abord sur le marché des actions, qui ne fait l'objet d'aucune politique stabilisatrice. Le repli des taux d'intérêt américains qui s'est ensuivi a transféré les tensions sur le marché des changes. Comme mentionné plus loin, cela a suscité des révisions des taux d'intérêt à court terme dont certains postérieurs à la rédaction du Rapport No 31.

Ce rapport souligne également qu'il ne faut pas exagérer l'incidence immédiate de la chute des cours des actions. Ce réajustement, devenu sans doute inévitable, peut même consolider le retrait de l'inflation. Toutefois, il faut être conscient de deux risques majeurs à la suite de ce changement de cap: celui d'une perte de confiance dans les placements financiers, qui sont pourtant nécessaires à un financement sain de la croissance, et celui d'un retournement de la conjoncture américaine qui provoquerait une récession mondiale.

Les économies européennes, pour leur part, ont encore amélioré leur convergence, qui reste néanmoins imparfaite.

Les taux d'inflation sur douze mois font apparaître un regroupement au-dessous de 3%, sauf pour le Danemark, le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne qui sont entre 4 et 6%, puis la Grèce et le Portugal nettement au-dessus. En profil, les indices mensuels sont souvent moins bons qu'en 1986, car l'Europe n'importe plus de désinflation mais, à quelques exceptions près, aucune reprise de l'inflation interne ne s'annonce.

Les positions de balance des paiements ont mieux convergé, le seul déséquilibre qui dure étant le surplus allemand, l'ajustement ayant été plus lent que prévu en termes réels et masqué par des effets-prix.

Dans le domaine budgétaire, à côté de déséquilibres fâcheux qui persistent dans certains pays, on observe ailleurs des progrès considérables.

La croissance est décevante dans nombre de pays. Dans les autres, le risque de surchauffe a conduit les autorités à reprendre en mains la progression de la demande interne.

Les disparités entre pays membres, même si elles se sont réduites, sont suffisamment perceptibles pour que les diverses monnaies se montrent inégalement sensibles aux fluctuations du dollar, inégalement

affectées par les transferts de capitaux ayant leur origine hors d'Europe. S'y ajoutent, quand les écarts au sein du SME deviennent trop forts, des spéculations reposant sur l'hypothèse d'un réaligement.

Confrontée à l'instabilité des marchés de change et de capitaux, la politique monétaire envoie des signaux statistiques difficiles à interpréter. Sauf une exception: les agrégats monétaires, surtout les plus larges, croissent rapidement, après correction de l'inflation. Selon les pays, cela est dû à l'un ou l'autre des facteurs suivants:

- une restructuration des actifs financiers des non-banques, dont la préférence pour la liquidité s'accroît; en Allemagne, les autorités l'expliquent par le bas niveau des taux d'intérêt nominaux; c'est plus généralement le reflet de l'incertitude des opérateurs sur l'avenir des taux d'intérêt à long terme;
- un deuxième facteur est, dans un certain nombre de pays, la poussée de la création monétaire; celle-ci est due tantôt à la distribution des crédits, tantôt (à l'inverse) à l'augmentation des réserves de change. Ainsi se trouve posée la question du bon niveau des taux d'intérêt: dans les pays où, en même temps, les agrégats monétaires et leur contrepartie extérieure progressent rapidement, une baisse des taux d'intérêt du marché monétaire destinée à décourager les entrées de capitaux diminuerait-elle en même temps la demande de monnaie ou, au contraire, accélérerait-elle la distribution du crédit interne? Les banques centrales concernées par ce phénomène - la croissance forte simultanée des agrégats monétaires et des réserves de changes - estiment encore stériliser efficacement la croissance des réserves de change, mais il faut rappeler que les rapports successifs des experts ont indiqué que des interventions sans variations concomitantes des taux nationaux étaient moins efficaces vis-à-vis des taux de change et risquaient de se perpétuer.

Si l'on examine l'évolution des taux d'intérêt depuis le rapport précédent, il faut constater que seuls les pays où la conjoncture est très vigoureuse ont resserré nettement leur politique monétaire. Sous l'effet de la remontée des taux à long terme aux Etats-Unis, les anticipations à la baisse ont cessé en mai. Après la crise boursière, les taux américains ont fléchi, à long terme par des arbitrages d'actions contre bons, à court terme sur l'initiative de la "Fédérale". Au sein du SME, les banques

centrales ont procédé à des révisions coordonnées et différenciées de leurs taux d'intérêt, en vue de calmer les marchés de change.

Il ne semble pas pour autant, sur la base des projections officielles actuellement connues, que les politiques monétaires auront pour effet d'assurer en 1988 une convergence des taux d'inflation vers un niveau bas et uniforme.

B. Exposé de M. Dini

Les Suppléants ont eu un échange de vues relativement bref sur le rapport du "Groupe Raymond". Certains des points soulevés méritent toutefois d'être soumis à l'attention des Gouverneurs.

Les Suppléants se sont essentiellement attachés à examiner les causes de la forte expansion monétaire et ses implications pour les objectifs finals de la politique monétaire. Dans ce contexte, certains Suppléants se sont demandé si l'analyse de l'évolution monétaire en Allemagne présentée dans le rapport n'était pas trop simplifiée. Le fait d'affirmer sans réserve qu'en Allemagne aucun facteur ne laisse supposer une variation de la demande de monnaie et que le dépassement de la fourchette-objectif pour la monnaie centrale s'explique principalement par le niveau actuel des taux d'intérêt nominaux peut ne pas sembler en conformité avec la plupart des décisions de politique monétaire prises récemment par la Bundesbank. D'une manière plus générale, il convenait de souligner l'importance des influences extérieures sur l'évolution de la masse monétaire en Allemagne; les raisons invoquées pour justifier un examen plus approfondi de ces questions ont été le caractère vraisemblablement approprié des mouvements entre les monnaies dans les portefeuilles internationaux désirés et, partant, le résultat a priori ambigu d'une modification des taux d'intérêt sur la demande d'actifs libellés en deutsche marks, par suite de réactions de sens contraire de la part des résidents et des non-résidents.

Le représentant de la Bundesbank a convenu qu'il s'agissait d'une question extrêmement complexe. Certains signes montrent que les résidents allemands peuvent résister à une nouvelle baisse des taux d'intérêt sur les titres à long terme, en raison des craintes de hausses ultérieures, et peuvent ainsi intensifier leur demande d'actifs liquides. Le niveau moins élevé des taux d'intérêt ne doit toutefois pas entraîner nécessairement une augmentation immédiate de la dépense intérieure. Au niveau des emprunteurs, en particulier, les incertitudes d'ordre général engendrent un

état d'esprit qui ne les incite pas à emprunter ni à accroître leurs dépenses d'équipement.

Il ne s'agit là cependant que d'un aspect de la situation, l'autre étant l'incidence qu'une baisse des taux d'intérêt peut exercer, directement et par l'intermédiaire des anticipations de taux de change, sur les flux de capitaux. En décourageant les entrées de fonds, une réduction des taux d'intérêt peut fort bien contribuer à freiner l'expansion de la masse monétaire.

Toujours dans le cadre de l'examen du rapport du "Groupe Raymond", le Suppléant grec a observé que, dans son pays, l'orientation de la politique monétaire au cours des derniers mois peut être appréciée de manière plus appropriée en se référant à l'évolution des taux d'intérêt réels et du crédit plutôt qu'aux agrégats monétaires, qui ont été affectés par les variations de la demande et les mesures de libération. Ce matin, la Banque de Grèce a mis à la disposition des Gouverneurs un document précisant la nature des mesures introduites.

Les considérations qui précèdent paraissent présenter un intérêt dans l'optique de l'examen par les Gouverneurs des politiques monétaires pour 1988 en vue de favoriser la convergence monétaire. Dans ce contexte, il est fait remarquer qu'il pourrait être utile à l'avenir de recevoir le rapport du "Groupe Raymond" un peu plus tôt dans l'année afin que les Gouverneurs puissent l'utiliser comme base pour la discussion des politiques monétaires et de leur coordination pour l'année à venir.

C. Discussion du Comité

Le Président se réfère à la dernière idée mentionnée par M. Dini et estime qu'il serait effectivement opportun qu'à l'avenir le second rapport semestriel des experts soit avancé d'un mois et soit donc présenté à la séance de novembre, afin de permettre une discussion des politiques monétaires et de leur coordination suffisamment à l'avance sur l'année à venir.

M. Moreira indique que au Portugal en 1987 les résultats effectifs des variables monétaires n'ont pas toujours nettement dépassés les objectifs établis. En effet, des objectifs sont retenus pour trois variables: la liquidité au sens large, la liquidité détenue par les résidents autres que les banques et la monnaie définition étroite. Pour la première, les résultats correspondent plus ou moins à l'objectif et sont en net progrès par rapport à 1986. Pour la monnaie définition étroite, les

résultats sont encore meilleurs. Ce n'est que pour la liquidité détenue par les résidents non banques que l'objectif a été dépassé mais cela est dû en partie à un reclassement opéré par les banques de dépôts détenus par des émigrants portugais, et désormais assimilés à des dépôts de résidents à la suite d'un nouveau traitement fiscal.

Les conclusions sur l'expansion des agrégats monétaires au Portugal doivent donc être nuancées.

Le Président indique que les modifications au texte du rapport sont recevables avant la transmission de celui-ci au Comité monétaire; il ajoute qu'il proposera lui-même une petite correction pour une phrase concernant l'expansion du crédit bancaire au secteur privé en Italie (haut de la page 7 du Rapport No 31, version française).

M. Duisenberg remercie M. Raymond et le groupe d'experts pour l'excellent rapport et estime qu'il serait effectivement utile de disposer d'un tel document un mois plus tôt, c'est-à-dire en novembre 1988, pour pouvoir déjà en bénéficier pour la préparation des objectifs de 1989. Il ajoute que la nette décélération de l'expansion monétaire aux Pays-Bas (seul pays de la CEE où cette évolution s'est produite) a probablement différentes causes mais qu'elle est due notamment au fait que la politique monétaire a reposé sur des moyens de contrôle direct (orientations convenues entre la banque centrale et les banques). Il s'agit d'une méthode assez exceptionnelle, dont les résultats méritent d'être soulignés étant donné le scepticisme qui avait été exprimé par certains dans le Comité sur la politique monétaire néerlandaise.

M. Chalikias remercie M. Raymond et le groupe d'experts pour le rapport qui est, comme toujours, excellent et développe certains aspects concernant la Grèce. L'accélération de l'expansion de la monnaie, définition large, ne reflète pas un changement de l'orientation de la politique monétaire. Celle-ci a été en fait restrictive; il suffit d'observer le niveau élevé des taux d'intérêt réels et le ralentissement de la progression du crédit interne. L'amélioration substantielle de la balance des paiements a entraîné une contribution importante de la contrepartie externe, les entrées de capitaux ont été significatives, encouragées par les taux d'intérêt élevés et le rétablissement de la confiance, ainsi que par les mesures prises depuis deux ans pour libérer les mouvements de capitaux. Les coefficients de réserve ont été relevés à deux reprises en 1987 et d'autres mesures sont envisagées pour faire face, si c'était nécessaire, à un nouvel accroissement de la liquidité. Le

financement du besoin d'emprunt de l'Etat au moyen de bons du Trésor vendus directement au public dépassera l'objectif initial de 1 milliard d'Ecus.

En outre, d'importantes mesures de déréglementation des taux d'intérêt ont été prises en 1987; ces mesures, qui sont décrites en détail dans la note en date du 4 décembre 1987 remise aux Gouverneurs, ont déjà un effet positif sur les marchés financiers.

A l'image de 1987, la politique monétaire aura une double orientation en 1988: poursuivre l'effort de désinflation et réduire le déficit du compte courant. La politique monétaire supportera toutefois un fardeau plus lourd dans la stabilisation économique du fait que la politique des revenus sera moins serrée en 1988 qu'en 1987. Enfin, la politique de libéralisation des taux d'intérêt et du système bancaire sera poursuivie.

M. Leigh-Pemberton indique que la situation économique et monétaire dans la Communauté fait ressortir une conclusion générale décevante, à savoir que les pays qui ont la plus forte inflation ont la croissance économique la plus forte et vice versa. Ce n'est peut-être pas une surprise mais cela rend perplexe du point de vue de la convergence.

M. Pöhl se déclare surpris par la remarque de M. Leigh-Pemberton; il rappelle que cette corrélation entre croissance et inflation a été longuement débattue dans les années 1970 et que, par exemple, à un Sommet occidental à Londres en 1977, on avait finalement introduit dans le communiqué une formule disant que l'inflation n'est pas un remède au chômage mais une de ses causes principales. Il serait très dangereux de recommander aux pays qui ont un taux d'inflation faible d'augmenter celui-ci pour obtenir une croissance plus forte. En fait, les différents taux de croissance selon les pays relèvent de divers facteurs. Ainsi, en Allemagne, la croissance faible depuis quelques années n'est pas liée à la politique monétaire ou budgétaire, mais à des problèmes structurels de type politique par l'offre. Par exemple, les subventions sont encore trop élevées, notamment pour les industries non dynamiques. En revanche, le gouvernement britannique a mené une politique courageuse pour renforcer le potentiel de production.

M. Raymond note que les Gouverneurs souhaitent disposer du rapport d'automne en 1988 en novembre plutôt qu'en décembre. L'expérience a montré toutefois, notamment en 1987, que lorsque les experts se réunissent en octobre et en novembre ils ne sont pas au clair sur les politiques monétaires pour l'année à venir et même, pour certains pays, sur les projections économiques. Il serait donc souhaitable que dans chaque

banque centrale l'on réfléchisse aux conditions techniques qui permettraient d'avoir dès septembre 1988 une première discussion sur la fin de 1988 et sur les perspectives de 1989. Actuellement, les experts semblent ne commencer à réfléchir à l'année à venir que tout à fait vers la fin de l'année et en tout cas n'acceptent de s'engager qu'à cette période là.

Le Président indique que les banques centrales devront faire le nécessaire pour que le rapport semestriel puisse être disponible pour novembre mais puisse être préparé dans des conditions satisfaisantes et efficaces. Il ajoute que, comme d'habitude, le rapport que les Gouverneurs viennent d'examiner et d'approuver dans ses lignes générales pourra faire l'objet de quelques retouches en vue de sa transmission au Comité monétaire.

V. Examen du Rapport No 61 établi par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard sur l'évolution récente de l'utilisation de l'Ecu privé

A. Exposé de M. Dalgaard

Le Rapport No 61 couvre l'évolution de l'utilisation de l'Ecu privé de l'été 1986 à l'automne 1987 et a été préparé dans le même esprit que les revues annuelles précédentes; il comporte un texte principal d'une dizaine de pages et des annexes et statistiques traditionnelles.

L'évolution du marché de l'Ecu privé a été marquée globalement par la poursuite de la croissance mais à un rythme plus lent et irrégulier. Certains éléments méritent d'être distingués dans cette évolution générale:

- l'intérêt à utiliser l'Ecu privé a été plus prononcé en dehors de la Communauté où l'effet de nouveauté a certainement plus joué, alors que l'Ecu est maintenant bien connu à l'intérieur de la CEE;
- le déséquilibre entre les actifs et les passifs des banques s'est encore accru du fait que les prêts en Ecus se sont développés alors que les dépôts en Ecus auprès des banques ont diminué.

Le ralentissement de l'expansion de l'utilisation de l'Ecu privé peut s'expliquer par divers facteurs. Tout d'abord, durant les années 1983-1986, l'Ecu privé a bénéficié de conditions spéciales notamment la combinaison de différentiels de taux d'intérêt élevés entre les monnaies européennes et la stabilité des taux de change. Depuis 1986, les

différentiels de taux d'intérêt se sont beaucoup amenuisés et les réalignements ont modifié les attentes en matière de taux de change. En outre, dans certains pays comme la France et l'Italie, où les emprunts en Ecus étaient les plus pratiqués, l'amélioration de la balance des paiements a réduit le besoin de financement.

Sur le marché des changes, l'Ecu est de plus en plus traité contre deutsche mark et non contre dollar, comme pour l'essentiel des autres opérations. Les dernières restrictions spécifiques à l'usage de l'Ecu ont été supprimées en Allemagne et en Espagne, mais des restrictions de caractère général subsistent dans plusieurs pays et contribuent certainement au niveau relativement faible des dépôts en Ecus auprès des banques.

L'utilisation de l'Ecu privé par les banques centrales et les autorités monétaires est en grande partie liée à l'endettement public en Ecus et au remboursement et au paiement des intérêts de ces emprunts.

En conclusion, les experts ont estimé que, dans les circonstances actuelles, l'évolution de l'utilisation de l'Ecu privé ne semble pas susceptible d'avoir des répercussions sensibles sur la conduite des politiques économiques et en particulier des politiques monétaires dans les pays de la CEE.

B. Exposé de M. Dini

Le débat des Suppléants sur le "Rapport Dalgaard" concernant l'utilisation de l'Ecu privé a été ouvert et animé. D'une manière générale, il a été noté que, contrairement à une croyance antérieure, le marché de l'Ecu semble bénéficier d'une situation de stabilité sur le marché des changes alors que son évolution est quelque peu contrariée par les tensions en matière de change. Il n'a donc pas paru surprenant que le développement du marché de l'Ecu en 1987 ait été faible: les caractéristiques du panier Ecu n'étaient pas suffisantes pour stimuler son utilisation. A cet égard, un Suppléant a judicieusement illustré le point de vue qu'il a depuis longtemps sur des cocktails de monnaies: selon lui, personne ne souhaite acheter des "Martini" tout préparés dans les supermarchés; le "gin" et le "Martini" sont achetés séparément pour être certain que la marge de gin choisie ne soit pas trop "noyée" par des doses excessives de Martini.

La performance terne de l'Ecu a également été considérée comme une preuve que les restrictions apportées antérieurement par l'Allemagne à

son utilisation n'ont guère eu d'incidence sur le développement du marché; il s'est même avéré que la levée de ces restrictions n'a guère, sinon pas du tout, influencé l'évolution du marché de l'Ecu privé.

D'une manière plus générale, les Suppléants ont marqué leur accord sur la conclusion du "Groupe Dalgaard" qui souligne que l'évolution du marché de l'Ecu ne constitue pas une menace pour le contrôle monétaire et du crédit dans la CEE. Cette constatation vaut en dépit du fait que l'Ecu est à présent un instrument libéralisé de facto pour les investissements de portefeuille et les emprunts à moyen terme au sein de la Communauté.

Les Suppléants sont convenus que, dans des circonstances particulières telles que celles qu'a connues début décembre la Bank of England, l'utilisation de l'Ecu dans les interventions sur le marché des changes n'était pas inappropriée. Ils ont estimé cependant qu'une expansion sensible de ce genre d'interventions n'était pas envisageable dans des circonstances normales. Tout d'abord, l'Ecu a été essentiellement utilisé pour des interventions à l'achat et il reste à voir s'il pourrait l'être aussi facilement pour des interventions à la vente. Deuxièmement, des difficultés d'ordre pratique existent. Par exemple, comme le Gouverneur Leigh-Pemberton l'a noté précédemment, la Bank of England n'a trouvé, le 4 décembre, qu'une seule banque privée au sein de la CEE qui accepte de coter un prix et d'agir en tant que contrepartie d'achats d'Ecus contre livres sterling. Il a été noté que le fait de passer par une cotation DM/Ecu constitue généralement une entrave.

Enfin, il a été souligné que la création d'un marché pour des effets internationaux en Ecus par les gouvernements de la CEE pourrait accroître les possibilités d'utilisation de l'Ecu en matière de détention de réserves. Il a été fait remarquer que les récentes émissions de papier à court terme en Ecus par les gouvernements irlandais et italien (assorti d'une échéance d'un an dans le cas de l'Italie) ne s'adressaient pas aux marchés internationaux, mais aux investisseurs nationaux. Ces formules s'inscrivent dans le cadre d'un effort, relativement mineur certes, visant à diversifier le recours du Trésor au marché interne.

C. Discussion du Comité

M. Delors présente quelques remarques. Tout d'abord, s'agissant de l'Ecu privé comme instrument d'intervention, il semble que l'incidence sur la politique monétaire nationale est moins forte si l'on utilise l'Ecu

que si l'on utilise la monnaie nationale en cause et que cet élément devrait davantage retenir l'attention.

En ce qui concerne l'évolution de l'Ecu privé, il est arrivé depuis 1986 à l'Ecu ce qui est arrivé à d'autres monnaies et au marché des Euro-émissions, c'est-à-dire qu'on hésite à souscrire des obligations libellées dans des monnaies dont l'avenir suscite des craintes. Or, il y a eu des craintes pour la valeur de l'Ecu en 1986, par suite notamment de la baisse de la livre sterling. En outre, le couple taux de change/taux d'intérêt, qui est pris en compte par les souscripteurs, a été modifié par les bonnes performances obtenues dans la lutte contre l'inflation en Belgique, en France et en Italie, et l'Ecu est devenu moins attractif mais on ne peut se désoler d'un tel résultat. De même, la levée des restrictions en Allemagne avait surtout un caractère psychologique et on ne voit pas pourquoi les Allemands s'endetteraient actuellement en Ecus.

Il est donc important de relativiser les appréciations portées sur l'évolution de l'Ecu privé et de souligner un point essentiel. Si les Gouverneurs considèrent que l'utilisation de l'Ecu privé doit être développée pour les transactions entre banques centrales, l'obstacle principal à ce développement réside dans l'absence de marché monétaire de l'Ecu. Par exemple, s'il y avait des bons à court terme, des bons du Trésor en Ecus émis par les Etats et pouvant être souscrits par les résidents et les non-résidents, il serait facile à une banque centrale d'intervenir en Ecus après avoir prévenu, bien entendu, les principaux partenaires. Tant qu'il n'y aura pas d'instruments de ce genre, il ne faut pas s'attendre à ce que l'Ecu devienne très attractif pour les transactions entre banques et pour les interventions dans le SME. Cette question mériterait une réflexion.

Le Président remercie M. Delors et indique que le Rapport No 61 peut être considéré comme approuvé en remerciant M. Dalgaard et les experts de leur travail. Il a été souligné que, en dépit du ralentissement intervenu par rapport aux années précédentes, l'Ecu privé continue à s'affirmer progressivement. Les banques centrales de la Communauté sont certainement disposées à favoriser ce mouvement et en particulier l'apparition d'un marché d'une certaine ampleur qui permettrait une utilisation plus facile de l'Ecu privé.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Entretien entre le Président du Comité et le Gouverneur de la Norges Bank

Le Président indique qu'il a eu un entretien lundi 7 décembre 1987 avec M. Skanland et ses collègues de la Norges Bank. Un tel entretien a lieu une fois par an depuis 1984, dans le cadre de la coopération entre le Comité et la Norges Bank en vue de procéder à un échange d'informations sur la situation norvégienne et de la Communauté. Une brève note sera diffusée ultérieurement résumant les informations fournies par les Norvégiens.

* * *

Le Président fait observer que le SME va bientôt entrer dans sa dixième année de fonctionnement et qu'on pourrait se demander si le Comité ne pourrait pas promouvoir certaines études spéciales sur le fonctionnement du SME au terme de près de dix années. C'est une idée sur laquelle les Gouverneurs pourraient réfléchir et revenir ultérieurement.

M. Godeaux rappelle que cette séance est la dernière que préside M. Ciampi et qu'il aura la tâche difficile de succéder à ce dernier en 1988. M. Ciampi a conduit les débats du Comité avec un grand talent et un grand succès. On retiendra dans l'histoire du Comité qu'il a été le Président qui a permis d'aboutir aux réformes ou à l'Accord dit de Bâle/Nyborg. Cet accord représente un progrès substantiel et sa réalisation a été rendue possible par le talent du Président et la bonne volonté des collègues et en particulier de certains parmi eux. Les Gouverneurs sont extrêmement reconnaissants à M. Ciampi pour le rôle qu'il a joué, illustrant magnifiquement les grandes qualités reconnues aux Italiens, notamment celles d'architecte, de joueurs d'échecs et de diplomate.

Le Président remercie M. Godeaux de ses paroles aimables et souligne qu'à la base des résultats du Comité il y a la conviction profonde des Gouverneurs en ce qui concerne l'importance de la coopération en faveur de la construction européenne; il remercie également ses collègues de la Banca d'Italia et les membres du Secrétariat pour leur collaboration active et précieuse ainsi que les interprètes.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité des Gouverneurs aura lieu à Bâle, le mardi 12 janvier 1988 à 10 heures.

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

NOVEMBRE 1987

Le présent rapport retrace l'évolution, durant le mois de novembre et les premiers jours de décembre 1987, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation¹.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En novembre, les marchés des changes ont été principalement caractérisés par les développements suivants:

- une nouvelle baisse, assez irrégulière, du dollar américain qui s'est produite malgré d'importantes interventions concertées de plusieurs banques centrales et qui s'est traduite par de nouveaux records historiques, vis-à-vis du dollar, pour le yen, le deutsche mark et d'autres monnaies européennes;
- un léger tassement du yen par rapport aux monnaies européennes pendant la seconde moitié du mois;
- une relative stabilité au sein du SME, excepté en début de mois où des tensions ont nécessité des interventions de soutien de

1 Banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Finlande, de Suisse, d'Autriche, du Japon, du Canada et des Etats-Unis.

plusieurs banques centrales européennes et la modification de certains taux d'intérêt officiels.

Le dollar EU s'est déprécié de 5 à 6% par rapport à la plupart des principales monnaies étrangères. Une partie importante de cette baisse s'est produite en début de mois, alors que les opérateurs exprimaient leurs préoccupations au sujet des conséquences de l'effondrement boursier sur la croissance économique et attendaient des mesures visant à réduire le déficit budgétaire américain. En milieu de mois, le dollar a été conforté par la déclaration du Président Reagan indiquant qu'il ne voulait pas voir le dollar baisser davantage, et l'annonce d'une diminution du déficit commercial américain en septembre, qui furent suivis d'un accord sur un programme d'économies budgétaires aux Etats-Unis et un abaissement des taux d'intérêt dans plusieurs pays européens. Mais, en fin de mois, le dollar s'est remis à fléchir du fait de la réapparition d'un sentiment négatif à son égard. Durant le mois, le dollar a été soutenu par des interventions concertées de plusieurs banques centrales.

Au sein du SME, les tensions assez vives qui étaient apparues fin octobre se sont poursuivies les premiers jours de novembre, affectant essentiellement le franc français et, dans une moindre mesure, la lire italienne et le franc belge. En milieu de période, la brève reprise du dollar EU a permis un resserrement de la bande des parités. Sur l'ensemble de la période, les relations entre les différentes monnaies communautaires sont demeurées relativement stables.

Le deutsche mark s'est raffermi vis-à-vis de presque toutes les grandes monnaies, ne fléchissant que face à la livre sterling, au florin néerlandais, au franc suisse et au schilling autrichien. L'abaissement de 3,8% à 3,25% l'an, en deux phases, du taux des opérations de prise en pension d'obligations de la Bundesbank - taux clé du marché monétaire allemand - ne s'est pas accompagné de changements dans la position des monnaies au sein du SME mais il a contribué à stabiliser la situation dans le système.

En tout début de période, les fortes pressions à la hausse du deutsche mark ont entraîné des dégagements importants à l'encontre du franc français. Toutefois, un nouveau glissement au sein de la bande communautaire et une action concertée entre Francfort et Paris, concrétisée par l'élévation des taux d'intervention de la Banque de France et l'abaissement concomitant des taux d'intérêt allemands, le 5 novembre, ont contribué à éliminer les tensions dont la monnaie française a fait l'objet. Les meilleures dispositions du franc français et l'abaissement des taux d'intérêt

en Allemagne ont permis aux autorités monétaires de réduire leurs taux directeurs en fin de mois, tandis que les taux de l'eurofranc revenaient à parité avec les taux internes.

En cours de période, les fluctuations du franc belge ont été assez modestes et ont été déterminées par les mouvements de hausse ou de baisse du dollar vis-à-vis du mark. La Banque Nationale de Belgique a abaissé à deux reprises (chaque fois 0,15%) le taux des certificats de Trésorerie à 3 mois.

Grâce au maintien de la position forte du florin néerlandais, la Nederlandsche Bank a pu abaisser ses taux officiels (deux fois 1/4 de point). L'écart de taux d'intérêt à court terme avec le deutsche mark s'est encore amenuisé.

La couronne danoise est demeurée dans la partie inférieure de la bande étroite du SME. La Danmarks Nationalbank n'est pas intervenue sur le marché.

La livre irlandaise s'est révélée très stable au sein du SME. Des sorties modérées de monnaies étrangères ont amené la Central Bank of Ireland à procéder à de faibles ventes nettes de devises.

La lire italienne a continué à faire preuve de stabilité pendant le mois, enregistrant de légères fluctuations journalières autour de la limite inférieure de la bande étroite. La Banca d'Italia a effectué des interventions de régularisation à l'achat et à la vente qui se sont soldées par des acquisitions nettes de dollars.

En novembre, la livre sterling s'est vivement renforcée par rapport au dollar en baisse, mais, pendant la majeure partie de la période, elle s'est maintenue dans une étroite fourchette vis-à-vis des autres monnaies européennes. Les taux de base ont été abaissés de 1/2% (à 9%) le 4 novembre, mais, comme le Royaume-Uni n'a pas suivi les réductions concertées des taux d'intérêt en Europe le 24 novembre, des capitaux se sont reportés du dollar sur la livre, provoquant une certaine entrée de fonds en fin de mois. Au cours de la période, l'indice de la livre, pondéré en fonction des échanges commerciaux, s'est accru de 2,4% pour s'établir à 76,4 (1975 = 100).

En début de mois, l'attente d'une nouvelle dépréciation du dollar EU a contribué à des entrées de capitaux qui ont exercé des tensions à la hausse sur la drachme grecque vis-à-vis de la monnaie américaine. La Banque de Grèce est intervenue pour empêcher une appréciation excessive de sa monnaie; en fin de mois, elle a alimenté le marché en dollars EU pour satisfaire l'accroissement de la demande due à des facteurs saisonniers. Dans

l'ensemble, la drachme s'est renforcée de 4,8% par rapport au dollar EU, tout en perdant 1,4% vis-à-vis de l'Ecu et 0,5% en termes effectifs.

La peseta espagnole a clôturé en hausse de 5% à l'égard du dollar EU. Par rapport aux monnaies de la CEE, la peseta s'est dépréciée de 1,2% en termes nominaux effectifs. La majeure partie de cette baisse s'est produite dans la première semaine, sous l'effet de pressions identiques à celles de la dernière semaine d'octobre; durant le reste de la période, la peseta est demeurée stable.

En raison de la faiblesse du dollar EU, l'Escudo portugais s'est à nouveau apprécié, de 4,9%, vis-à-vis de cette monnaie, tandis qu'il perdait 1,3% à l'égard de l'Ecu. En termes effectifs, le recul a été de 0,5%, ce qui est conforme à la politique officielle.

Le franc suisse a atteint en fin de mois le maximum historique de 1,3380 vis-à-vis du dollar; pour des motifs liés aux taux d'intérêt, il s'est également raffermi à l'égard des monnaies du SME. En termes pondérés en fonction des échanges commerciaux, il a progressé de près de 2,5%.

Le schilling autrichien s'est apprécié de 6,4% à l'égard du dollar EU en novembre, l'amplitude de la variation ayant été de 5,8% au cours du mois. Vis-à-vis du deutsche mark, il n'a fluctué que de 0,1%.

La couronne norvégienne s'est dépréciée de 1 1/2% en termes effectifs, s'établissant en fin de mois à moins de 3/4 de point au-dessus de la limite inférieure de la marge de fluctuation de son indice composite. Outre des facteurs internationaux, tels que le fléchissement du dollar EU et la baisse des prix des produits pétroliers, le caractère excessif des revendications salariales et la crainte que le resserrement budgétaire soit insuffisant ont donné lieu au dénouement de positions à court terme en couronnes prises plus tôt dans l'année.

La couronne suédoise s'est quelque peu affaiblie et son indice s'est majoré de 132,00 à 132,20. Cette évolution découle du remboursement d'emprunts à court terme effectués à l'étranger par des entreprises suédoises.

Le mark finlandais s'est apprécié de quelque 1% en termes effectifs. Les entrées de capitaux à court terme se sont maintenues du fait de l'augmentation des écarts de taux d'intérêt avec les principales monnaies étrangères.

Le dollar canadien a faibli au début du mois face au climat d'incertitude sur les marchés financiers mais il s'est redressé graduellement par la suite, pour clôturer à \$EU 0,7645. L'achat de titres canadiens par des investisseurs étrangers, les emprunts contractés par des entités canadiennes sur les marchés extérieurs et les prises de contrôle de sociétés canadiennes par des entreprises étrangères ont donné lieu soit à des entrées, soit à des attentes d'afflux importants de capitaux. L'élargissement de l'écart

des taux d'intérêt à court terme en faveur des titres canadiens a aussi contribué au raffermissement du dollar canadien.

Le yen japonais a gagné 4,6% par rapport au dollar EU en novembre et a atteint, le 30, son record historique (sur la base des cours de clôture à Tokyo) de Y 132,45 pour un dollar EU. La vigueur du yen a été due en partie à la faiblesse de l'activité de placement en avoirs libellés en dollars EU de la part des investisseurs institutionnels japonais, cette attitude reflétant le sentiment défavorable au dollar et des cours des obligations en dollars EU. La Bank of Japan est intervenue sur le marché pour enrayer la vive appréciation de sa monnaie, principalement durant la première quinzaine. Vis-à-vis des grandes monnaies européennes, le yen s'est légèrement affaibli au cours du mois, perdant 1,1% à l'égard de l'Ecu.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En novembre, les achats de dollars de la plupart des banques centrales se sont poursuivis à un rythme relativement soutenu, mais en assez net ralentissement par rapport au mois précédent. En termes nets, ils se sont établis à \$EU 7,4 milliards, contre \$EU 12,5 milliards en octobre. Les principaux acheteurs de dollars ont été la Bank of Japan et, dans une moindre mesure, la Federal Reserve Bank of New York, la Banca d'Italia et la Deutsche Bundesbank.

b) Interventions en monnaies communautaires

En novembre, les interventions en monnaies du SME contre d'autres monnaies communautaires ont atteint la contre-valeur de \$EU 3,2 milliards, contre \$EU 10,6 milliards en octobre. Ces interventions, effectuées essentiellement en début de mois, ont consisté presque exclusivement en ventes de deutsche marks à l'intérieur des marges par la Banque de France et, dans une moindre mesure, par la Banca d'Italia et la Banque Nationale de Belgique. La Norges Bank et le Banco de España ont également vendu des montants importants de marks.

III. PREMIERS JOURS DE DECEMBRE 1987

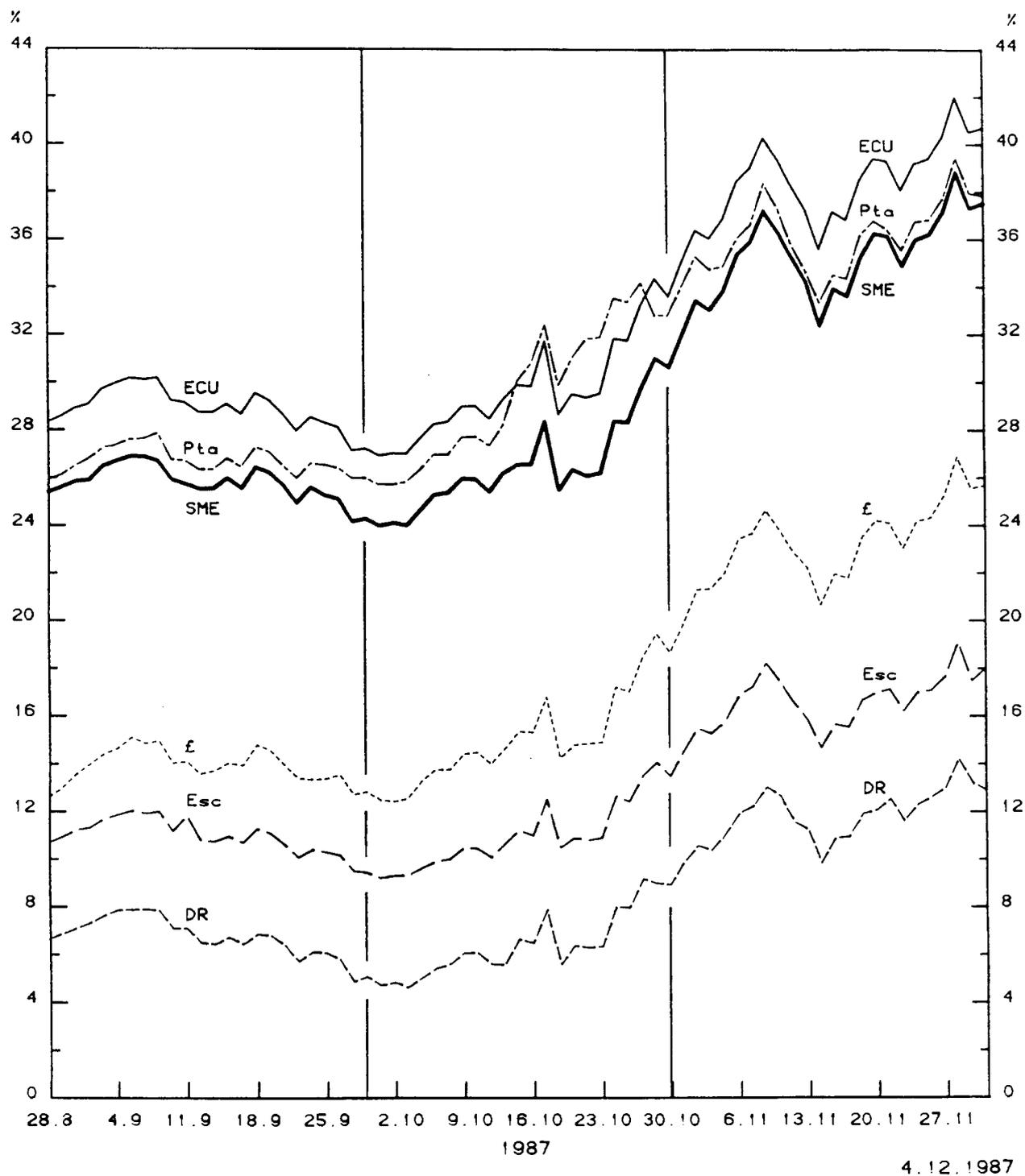
Début décembre, le dollar a continué de fluctuer mais, dans l'ensemble, il a maintenu son niveau vis-à-vis des autres monnaies. La livre

sterling a été soumise à de fortes pressions à la hausse qui ont été contenues par des interventions.

La situation est restée stable au sein du SME.

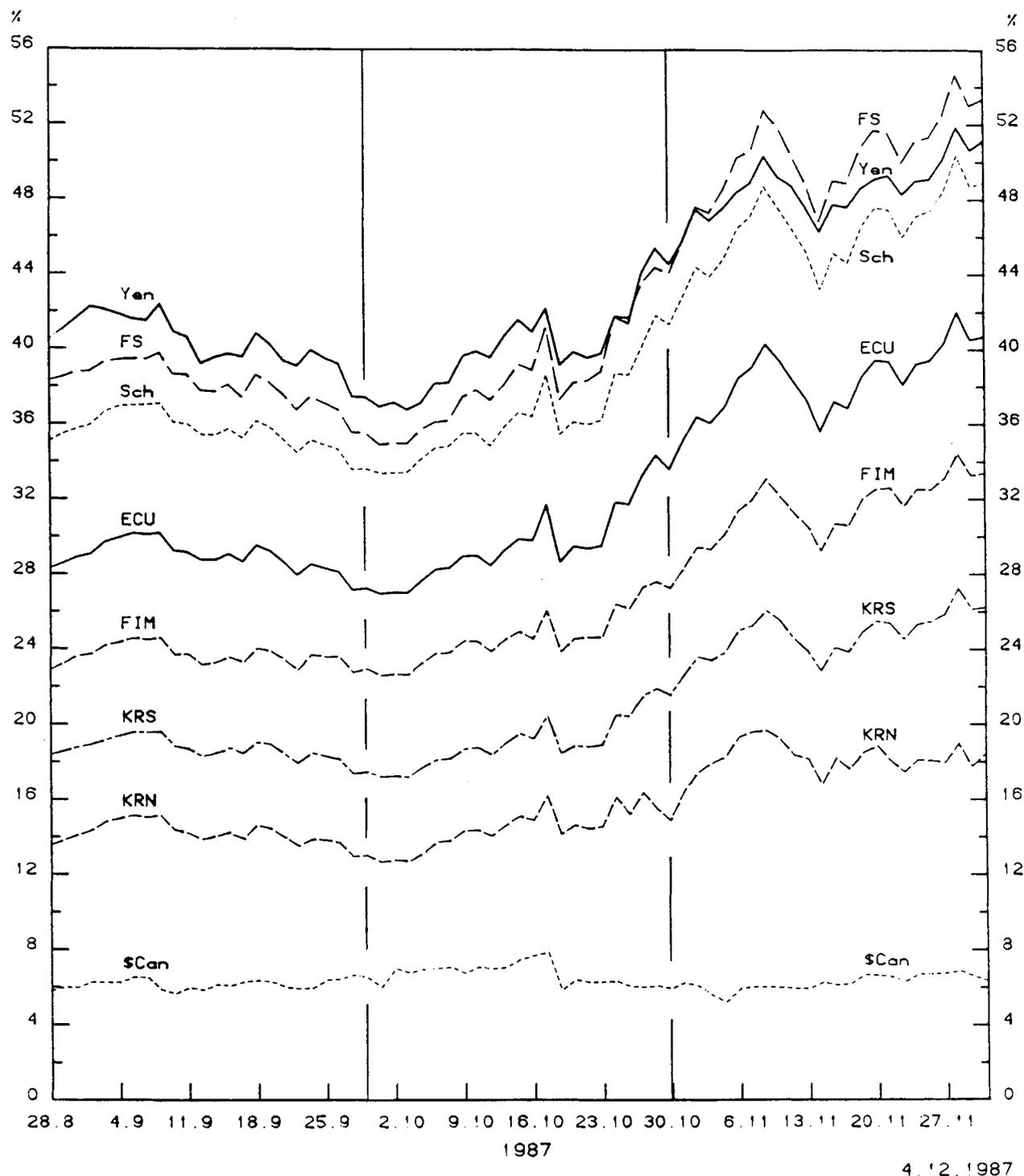
Les 3 et 4 décembre, les banques centrales ont abaissé leurs taux d'intérêt au Royaume-Uni, en Allemagne, en France, aux Pays-Bas, en Belgique, en Suisse, en Autriche, en Espagne et en Irlande.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU *



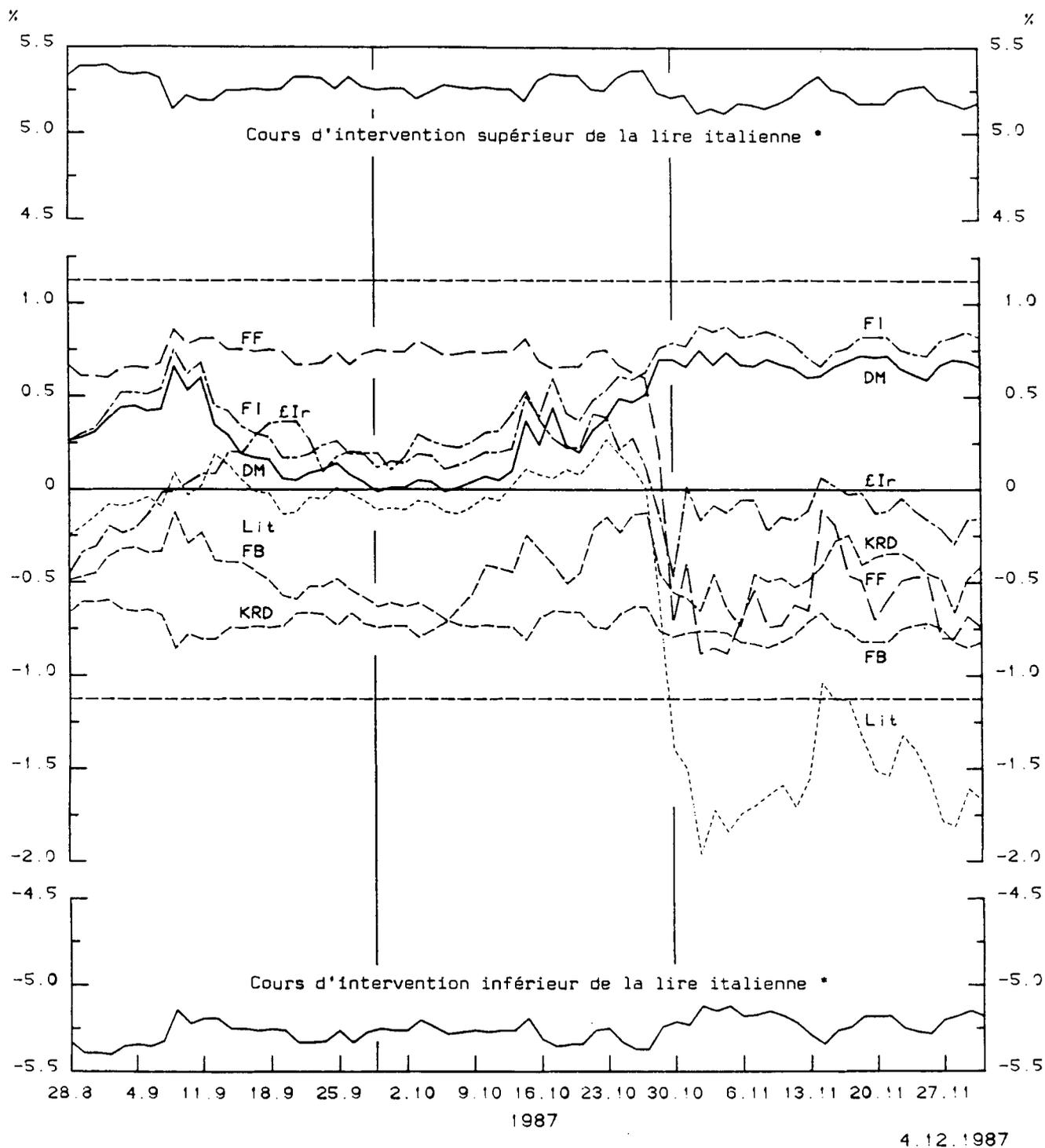
* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVÉS, LE
31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU *



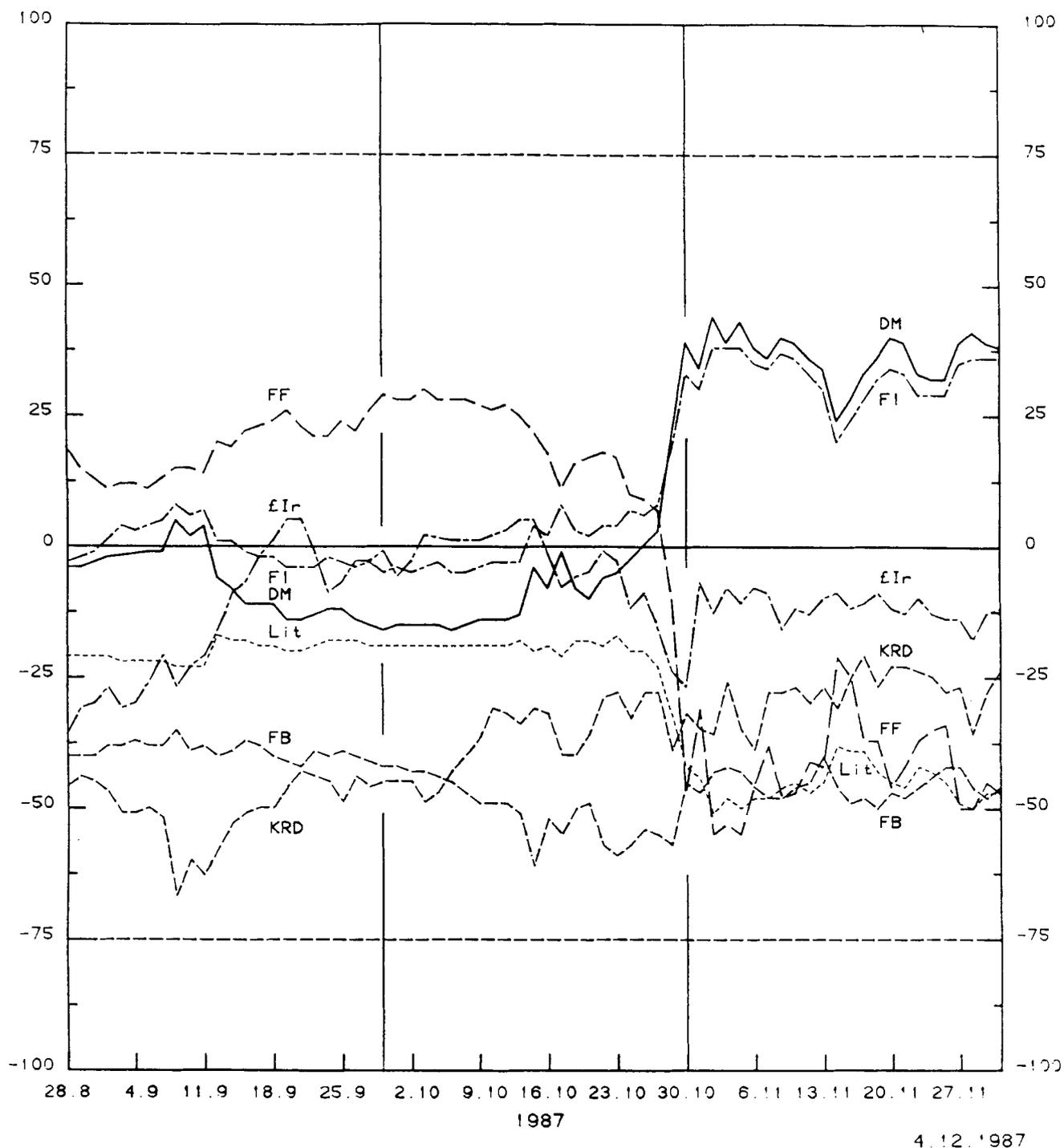
* ECU 1,12622; £ 0,6930; DR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
FIM 5,4225; \$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650;
KRN 7,5850; Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME
1,11003. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la
moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation
de 2,25%, exprimés en dollars EU, qui se sont éloignés le plus de leurs
cours-pivots bilatéraux actuels.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME CALCULES SUR LA BASE DES COURS DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



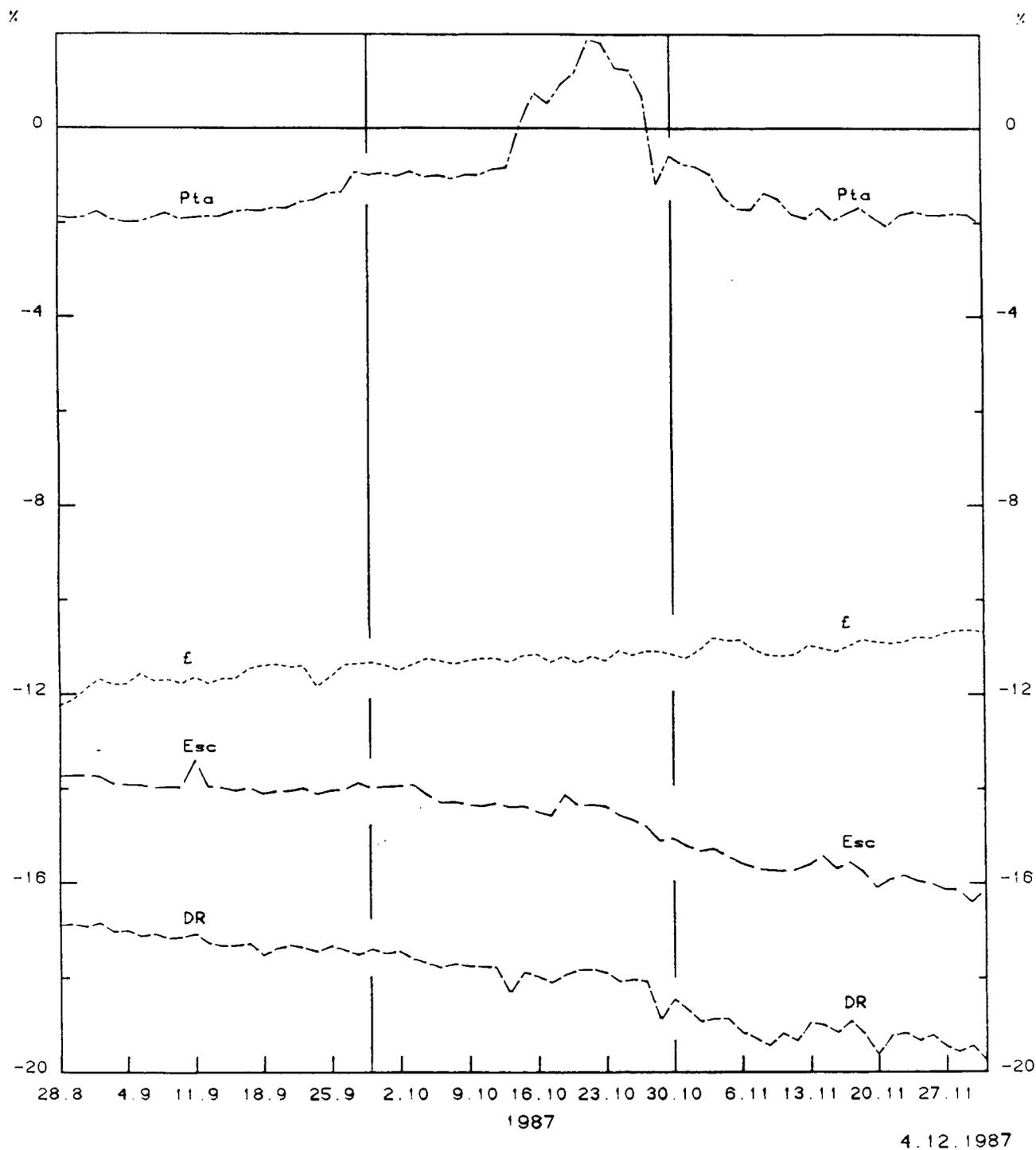
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



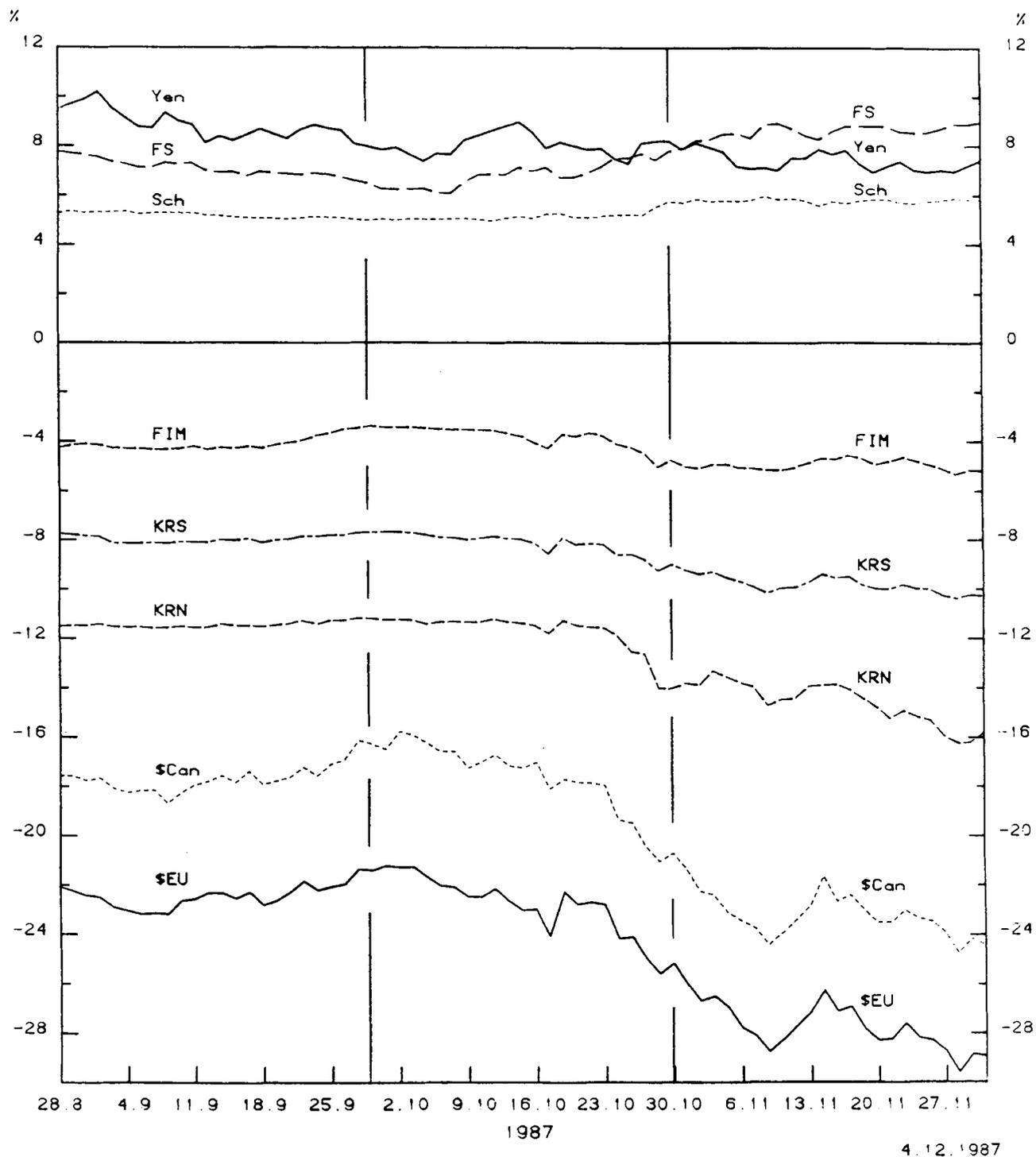
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par ± 100 , le seuil de divergence étant ± 75 . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne, de la livre sterling et de la drachme grecque au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1985 •



* £ 0,615334; DR 131,20; PTA 136,519; ESC 140,736.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1985 •



• \$EU 0,887927; \$Can 1,24088; FS 1,84023; Yen 178,207; KRS 6,71717;
KRN 6,73493; Sch 15,3523; FIM 4,81479.