

PROCES-VERBAL *
DE LA 227^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 JUILLET 1988 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson, Rey et Michielsen; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske 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 Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Masera; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Sillem; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. da Costa Pinto; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Arrowsmith; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Costa, Mingasson et Dixon; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assistent en outre MM. Raymond et Dalgaard, Présidents des 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.

Le Président ouvre la séance en suggérant que le Comité tâche de terminer ses débats à 11 heures afin que les Gouverneurs et le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois puissent avoir une réunion informelle avec M. Lamfalussy et le Président Delors, en vue de voir les étapes précises qui pourraient être accomplies pour préparer le démarrage des travaux du Comité institué par le Conseil européen de Hanovre.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 13 septembre 1988, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 226e séance

Le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 226e séance, étant entendu que les amendements de caractère rédactionnel qui ont été proposés seront incorporés dans le texte définitif.

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

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

A. Exposé de M. Dalgaard

Le groupe "Surveillance" a consacré l'essentiel de sa réunion à discuter l'évolution du cours du dollar. La forte hausse de ce dernier, plus de 5% en juin, a été surprenante; elle a effacé la baisse intervenue au 4e trimestre de 1987 et a ramené la monnaie américaine au niveau observé durant les trois premiers trimestres de 1987. Les raisons de cette hausse sont la forte croissance aux Etats-Unis, l'augmentation des taux d'intérêt américains, les résultats relativement satisfaisants de la balance commerciale durant les deux derniers mois et le sentiment que les autorités acceptent en fait que le dollar se raffermisse. Pendant la première semaine de juillet, le dollar a hésité, s'affaiblissant un peu, pour se raffermir légèrement à nouveau.

Les vues sur l'évolution récente du dollar varient. Les Américains estiment que leur monnaie est encore fragile et que les banques centrales ne devraient pas la pousser vers le bas; la "Réserve fédérale" a donc procédé à des interventions prudentes et de montants modestes visant à une discrète reconstitution des réserves. En Allemagne, et dans une certaine mesure dans d'autres pays européens, on considère que l'appréciation du dollar n'est pas raisonnable; elle ne correspond pas aux éléments fondamentaux, notamment balance des paiements et écarts d'inflation, et risque donc d'être suivie d'une retombée. D'autre part, la baisse du cours du deutsche mark est potentiellement nuisible pour l'inflation en Allemagne. La Deutsche Bundesbank a donc été amenée à vendre des dollars, au total environ 4,5 milliards en juin, montant auquel se sont ajoutées des ventes de dollars par d'autres banques centrales européennes. En outre, les taux d'intérêt ont augmenté en Allemagne et dans quelques pays. Au Japon, on ne semble pas très préoccupé par la faiblesse du yen qui s'est produite plus

tard et qui a été moins marquée que celle du deutsche mark. De ce fait, la Banque du Japon n'est pas intervenue dans le marché et si les taux d'intérêt du marché ont légèrement progressé les taux officiels n'ont pas été relevés.

Le groupe "Surveillance" a tiré quelques conclusions de son analyse de l'évolution du dollar:

- la coordination des interventions en dollars n'est pas satisfaisante; les banques centrales sont apparues comme ayant des avis différents quant à l'action sur les marchés; cela s'est produit par exemple le 28 juin où des ventes concertées de dollars par nombre de banques centrales n'ont pas été poursuivies ensuite par la "Réserve fédérale";
- le relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis, opéré pour des raisons purement internes, s'est traduit, par l'intermédiaire de l'effet sur les cours de change, par une hausse des taux dans la plupart des pays d'Europe;
- à court terme, l'évolution du dollar restera fortement influencée par les chiffres du commerce extérieur américain, mais à long terme la persistance d'un déficit courant élevé devrait affaiblir le dollar.

Au sein du mécanisme de change du SME, il n'y a pas eu de tensions mais de légères modifications des positions de certaines monnaies. La faiblesse relative du deutsche mark ne s'est pas reflétée dans la bande de fluctuation mais par les interventions importantes et par la hausse des taux d'intérêt. La plupart des autres monnaies se sont mieux comportées. Le florin néerlandais, pour une fois, a eu un bref accès de faiblesse imputable à la remontée des taux d'intérêt allemands au moment où le marché monétaire aux Pays-Bas était trop liquide pour que la banque centrale puisse agir sur les taux d'intérêt. La situation s'est ensuite normalisée, le florin étant à parité avec le deutsche mark et l'écart des taux d'intérêt avec l'Allemagne étant presque nul. Le franc belge a également subi certaines pressions en juin lorsque les écarts de taux d'intérêt se sont rétrécis du fait que les taux belges n'ont pas été relevés pour ne pas compliquer l'émission d'un emprunt d'Etat. Les taux ont ensuite été relevés et le franc belge s'est raffermi. Le franc français est resté très vigoureux; les entrées de capitaux, surtout à long terme, demeurent importantes et concernent tant les obligations que les actions pour lesquelles l'indice boursier a retrouvé le niveau d'avant octobre 1987, ce qui n'est pas le cas partout. La Banque de France a préféré maintenir ou abaisser les taux

d'intérêt plutôt que de laisser le cours de change s'apprécier. La couronne danoise s'est raffermie dans la bande sous l'effet de la poursuite d'entrées de capitaux attirés par des taux d'intérêt relativement élevés. La Danmarks Nationalbank a effectué quelques interventions à l'achat et a abaissé ses taux d'intérêt. Les taux du marché se sont également repliés de sorte que l'écart avec les taux allemands a été réduit en deux mois de 6 à 4 points. La lire italienne a été stable, les taux d'intérêt ont été stables aussi et les interventions à l'achat de la banque centrale ont été modestes. La livre irlandaise a bénéficié d'entrées de capitaux et de facteurs fondamentaux favorables, notamment inflation et balance des paiements, qui ont contribué au raffermissement du cours.

En conclusion, la situation a été calme dans le SME et les banques centrales ont montré leur volonté d'utiliser tous les instruments, position de la monnaie dans la bande, taux d'intérêt et interventions, pour stabiliser le cours de change.

La livre sterling a connu une évolution assez fébrile. Les autorités ont fait un usage fréquent des taux d'intérêt; après trois baisses de 1/2 point en mai, les taux ont été relevés à cinq reprises de 1/2 point entre le début de juin et le début de juillet, en vue de stabiliser le cours de la livre et surtout de s'opposer aux pressions inflationnistes et aux signes de surchauffe de l'économie. Des tensions à la hausse se sont exercées sur la peseta espagnole durant les trois premières semaines de juin et le Banco de España a effectué quelques interventions à l'achat. La peseta s'est affaiblie vers la fin de juin mais, les taux d'intérêt espagnols étant toujours élevés, la situation devrait se normaliser. La drachme grecque et l'escudo portugais ont poursuivi leur dépréciation lente et ordonnée et, sur l'ensemble du premier semestre de 1988, ces deux monnaies sont restées presque stables vis-à-vis du deutsche mark.

L'utilisation de l'Ecu privé s'est développée, comme le montre le tableau 3 des statistiques de la concertation. En effet, les avoirs détenus par l'ensemble des banques centrales participant à la concertation s'élevaient à plus de Ecus 6,2 milliards fin juin 1988 au lieu d'environ 4 milliards fin décembre 1987. En juin, la Banca d'Italia a augmenté sensiblement ses avoirs à la suite d'un emprunt en Ecus de l'Etat, et la Central Bank of Ireland a acquis pour la première fois des Ecus.

B. Exposé de M. Janson

La discussion a été dominée par la hausse récente du dollar qui atteint presque 10% en deux mois. Une telle évolution peut-elle être jugée compatible avec les Accords du Louvre et pose-t-elle des problèmes de cohésion pour le SME?

1. Accords du Louvre

Tout en étant préoccupés par l'appréciation rapide du dollar, les Suppléants des pays qui appartiennent au G7 estiment que cette hausse, et les réactions différenciées qu'elle a suscitées, s'inscrivent toujours dans le contexte flexible des Accords du Louvre. Les impressions différentes, qui se sont exprimées dans les marchés et dans les media, ne sont donc pas fondées.

Ces mêmes Suppléants n'estiment pas pour autant qu'il serait opportun de rendre plus transparents les arrangements convenus. La fixation et la publication de zones-cibles faciliteraient la spéculation. Ils admettent, toutefois, qu'en l'absence d'objectifs de cours formels ou explicites, la crédibilité des accords repose sur une convergence de vues des participants sur les objectifs à atteindre et exige la manifestation d'actions concertées menées avec résolution et persévérance. Or, l'évolution récente laisse à désirer sur ce plan, comparée aux actions entreprises au début de l'année, lorsqu'il s'agissait de freiner la chute du dollar. Il faut bien constater que la convergence des vues souhaitable ne paraît pas assurée pour le moment. En cette période pré-électorale, l'administration américaine semble se féliciter d'un dollar fort dans l'espoir qu'elle écarte la perspective d'une hausse supplémentaire des taux d'intérêt.

Les Suppléants constatent toutefois que les conditions fondamentales observées aux Etats-Unis, en particulier la balance courante, rendent une hausse du dollar à la fois contre-indiquée et extrêmement précaire.

Les autorités allemandes, pour leur part, jugent inopportune la faiblesse du cours de leur monnaie, tant pour des considérations internes qu'externes. Elles estiment que les conditions monétaires dans leur pays rendent nécessaire un resserrement de la politique monétaire. La défense du cours du DM ne peut donc pas reposer uniquement sur des interventions, même si celles-ci ont l'avantage de compenser les effets sur la liquidité interne des achats importants de dollars effectués dans le passé.

Certains Suppléants craignent que la poursuite de la politique de renforcement progressif du cours du DM, à la suite de la hausse du cours du dollar, constitue finalement une situation non cohérente et peu propice au retour au calme dans les marchés. En tout état de cause, elle s'inscrit à

l'opposé des espoirs précédemment entretenus d'une baisse des taux d'intérêt jugée souhaitable pour les besoins de l'économie mondiale.

2. Cohésion dans le SME

Vues sous l'angle du Système monétaire européen, l'évolution observée ainsi que l'action entreprise, tant sur le plan des interventions que sur celui des taux d'intérêt, n'ont pas suscité jusqu'ici de tensions dans le système. La Banque de France et la Danmarks Nationalbank, qui font face à des afflux de capitaux étrangers, ont même pu baisser quelque peu leurs taux d'intérêt. La Banque Nationale de Belgique a été amenée à relever les siens par suite du rétrécissement du différentiel de taux d'intérêt vis-à-vis du DM et à intervenir en faveur du franc.

Plusieurs Suppléants insistent toutefois sur la nécessité d'une étroite coordination des politiques mises en oeuvre dans les circonstances actuelles. Ils craignent qu'un relèvement plus accentué des taux d'intérêt en Allemagne et des interventions massives ne suscitent des problèmes dans le fonctionnement du SME.

Le Suppléant du Royaume-Uni a souligné que les hausses successives du taux de base britannique se bornaient à ramener ce taux au niveau observé en août 1987 et devait s'apprécier en fonction du désir des autorités britanniques de stabiliser le cours de change de la livre sterling.

En conclusion, les Gouverneurs sont confrontés à une situation délicate qui impose des choix d'objectifs et des choix d'instruments:

- faut-il continuer à freiner la hausse du dollar?
- le taux d'intérêt est-il le bon instrument pour obtenir ce résultat?
- y a-t-il des solutions de rechange?

C. Discussion du Comité

M. de Larosière indique que, vers la fin de 1987, la France avait acquis une assez grande marge de taux d'intérêt par rapport à ses voisins et qu'il existait donc quelques possibilités de réduire cette marge, qui ont été utilisées en deux étapes. La première fois, fin mai, le taux directeur a été abaissé de 1/4 de point mais cela a été compensé par un relèvement des réserves obligatoires imposées aux banques. Début juillet, la bonne tenue du franc et des entrées de capitaux ont permis d'abaisser de 1/4 de point le taux d'adjudication. Les autorités françaises ont donc agi prudemment et un différentiel de taux d'intérêt non négligeable subsiste avec l'Allemagne; le taux directeur est à 6,75% et les taux du marché monétaire

entre 7 et 7,25% alors que les taux allemands se situent entre 4 et 4,5%. Si l'on tient compte du différentiel d'inflation entre les deux pays, il reste une marge positive en termes réels avec l'Allemagne de l'ordre de 1 point et demi, qui paraît convenable. Par ailleurs, les données fondamentales sont plutôt favorables: le gouvernement a marqué d'entrée de jeu son désir de conserver une gestion rigoureuse des finances publiques, ce qui a beaucoup joué dans la décision d'abaisser les taux d'intérêt, l'expansion de la masse monétaire est modérée, tous les agrégats sont en décélération et l'accroissement de M2, l'agrégat objectif, est très inférieur à la limite basse de l'objectif. Il est évident, toutefois, que si le marché des changes devait se modifier les autorités n'hésiteraient pas à renverser le mouvement des taux d'intérêt.

M. Pöhl considère que la situation actuelle a été fort bien décrite par MM. Dalgaard et Janson et qu'il y a peu à ajouter. Il rappelle qu'il avait annoncé que la Deutsche Bundesbank relèverait ses taux, ce qui a été fait. Le taux d'escompte a été porté de 2,5 à 3%, le taux de prise en pension a été relevé à deux reprises et les taux du marché monétaire ont augmenté de plus de 1 point. La dépréciation du deutsche mark n'est pas jugée très raisonnable étant donné l'énorme excédent courant de l'Allemagne. Cette action sur les taux d'intérêt et des interventions massives n'ont pas eu beaucoup d'effet sur les taux de change. Le Sommet économique de Toronto semble avoir laissé des vues différentes sur une grille de cours de change appropriée. Les Etats-Unis sont plutôt favorables à une appréciation du dollar, qui est utile pour lutter contre les pressions inflationnistes et qui évite une hausse des taux d'intérêt, celle-ci ne pouvant, à son tour, que renforcer le dollar. Les Japonais ont plutôt observé la situation et ne paraissent pas préoccupés par la baisse du yen et la remontée du dollar; ils risquent de se tromper et d'avoir de plus en plus un problème d'inflation. Le Gouverneur de la banque centrale semble toutefois plus prudent à cet égard que le Ministre des Finances.

Face à une telle situation, il faut faire attention de ne pas trop relever les taux d'intérêt et de ne pas resserrer davantage la politique monétaire car on portera atteinte à la demande interne qui n'est pas toujours très forte. En Allemagne, par exemple, celle-ci n'est pas très vigoureuse et, en plus, elle sera affectée par l'augmentation des impôts. Si l'on ajoute à cela la dépréciation du deutsche mark, on aboutira à un encouragement des exportations et donc à une évolution contraire à ce qu'il faudrait. L'augmentation des taxes est regrettable dans ce contexte, même si l'argument officiel est qu'il fallait procéder de la sorte à la suite du

compromis budgétaire dans le cadre de la Communauté. Il faut espérer que l'appréciation du dollar s'arrêtera car plus celui-ci monte plus on risque une retombée, par exemple après l'échéance électorale américaine. Par ailleurs, la coopération internationale n'a pas très bien fonctionné durant les dernières semaines et, si les marchés s'en aperçoivent, la crédibilité des Accords du Louvre en souffrira d'autant plus que certains engagements n'ont pas été tenus. Par exemple, celui des Etats-Unis de réduire le déficit budgétaire (ce dernier sera plus élevé en 1988 qu'en 1987) et celui de l'Allemagne qui devait encourager la demande interne alors qu'on fait le contraire en augmentant les taxes.

M. Ciampi indique qu'en Italie il y a eu aussi une augmentation des taux d'intérêt à court terme du marché pour des raisons externes et internes. En effet, la remontée des taux dans le monde ne pouvait pas être sans influence; d'autre part, la demande interne s'accroît très fortement et le déficit public élevé pose toujours un problème de financement. La croissance réelle dépasse 3%, l'expansion de la demande interne est encore plus vive et, sans être trop inquiétant, un déficit courant se développe qui pourrait atteindre 0,5% du PNB en 1988. Les emplois des banques augmentent très fortement alors que leurs ressources ne progressent que modérément. Les autorités insistent pour que les banques rééquilibrent leur situation en étant prudentes dans l'octroi de crédits plutôt qu'en relevant les taux d'intérêt.

Sur proposition de la Banca d'Italia, une innovation importante a été adoptée par le Trésor italien: il s'agit de l'émission de Bons du Trésor au moyen d'une procédure d'enchères publiques mais sans fixation d'un taux plancher ou de base comme auparavant. C'est donc une procédure d'enchères véritables dans laquelle la Banca d'Italia n'intervient que si elle l'estime nécessaire pour garder la maîtrise de la liquidité ou pour éviter que le désordre ne s'installe sur le marché. Cette innovation concerne les Bons jusqu'à 3 mois et la première enchère, qui a eu lieu hier, 11 juillet, a enregistré une légère remontée des taux d'intérêt.

M. Ciampi exprime son inquiétude à propos de la situation qui s'est créée sur le marché des changes. Les remarques présentées par MM. Dalgard et Janson sont partagées par la Banca d'Italia et, comme l'a dit M. Pöhl, il est important de maintenir le sens des responsabilités pour éviter que l'insuffisante coopération internationale ne déclenche à son tour d'autres mouvements et qu'il y ait une augmentation générale des taux d'intérêt. L'évolution des marchés des changes risque d'avoir des répercussions plus tard sur le SME et son avenir. Une coopération étroite

et une consultation constante entre les membres de la Communauté paraissent donc indispensables et peuvent aussi peser sur les décisions des grands partenaires internationaux en dehors de la CEE.

M. Leigh-Pemberton rappelle que la Bank of England a été préoccupée, depuis un certain temps, par le niveau des taux d'intérêt au Royaume-Uni qu'elle estimait trop bas par rapport à la situation monétaire interne ainsi que par le cours de la livre qu'elle jugeait trop élevé. Ce cours ayant quelque peu baissé, l'obstacle au relèvement des taux d'intérêt a disparu et ceux-ci ont été effectivement augmentés à cinq reprises. Une telle action était nécessaire car, contrairement à l'Allemagne où la demande interne n'est pas assez vigoureuse, celle-ci est trop forte au Royaume-Uni. Il suffit de voir l'expansion rapide du crédit interne et aussi la dégradation des comptes courants. Le volume des exportations augmente mais l'accroissement des importations est beaucoup plus fort et assez inquiétant du fait qu'il est plus prononcé pour les biens de consommation que pour les biens d'équipement.

M. Leigh-Pemberton partage les remarques qui ont été faites précédemment sur la coopération en matière de taux de change; il exprime toutefois une petite réserve sur la remarque de M. Pöhl disant que le Sommet de Toronto et les déclarations attenantes n'ont pas rempli ses attentes. En effet, l'absence de coopération effective ne peut être remplacée par des déclarations, et il semble préférable de voir comment on peut agir dans le cadre de la politique déclarée précédemment, notamment lors de la réunion du G7 de décembre 1987.

M. Pöhl précise qu'il ne prônait pas une nouvelle déclaration, qui serait certainement peu utile à la cause des banques centrales, mais qu'il regrette que les Ministres des Finances, réunis en parallèle à Toronto, aient donné l'impression qu'ils toléreraient ou même souhaiteraient une hausse du dollar. Le marché en a conclu qu'on laisserait monter le dollar et cette faute se paie aujourd'hui par exemple par des taux d'intérêt plus élevés.

M. Doyle indique qu'il existe actuellement un écart négatif de 2,5 points entre les taux d'intérêt irlandais et anglais, ce qui est une expérience unique dans la longue histoire des relations économiques et monétaires entre les deux pays. Il ne faut pas négliger évidemment que la performance économique irlandaise s'est bien améliorée: l'inflation a été ramenée à un taux annuel de 1,8%, la balance des paiements courants présente un excédent d'environ 3% du PNB et les finances publiques se redressent sensiblement au point que le déficit pour 1988 sera certainement inférieur

aux prévisions du budget. Dans ces conditions, il a été possible de peser sur les taux d'intérêt qui ont pu être réduits de quelque 6 points au cours des neuf derniers mois. On ne sait pas toutefois combien de temps les taux d'intérêt irlandais pourront rester aussi nettement inférieurs et décrochés par rapport aux taux anglais.

Le Président constate qu'il n'y a pas d'autres commentaires; il indique que les Gouverneurs étant convenus de tenir une autre réunion avec le Président Delors à 11 heures 15, on peut se demander, compte tenu de l'heure, si le temps disponible n'est pas trop court pour discuter le rapport très intéressant préparé par le "Groupe Raymond" sur l'évolution des finances publiques et s'il ne serait pas plus sage de renvoyer cette discussion à la séance de septembre.

M. de Larosière suggère que M. Raymond fasse néanmoins un exposé bref, comme d'habitude, et que la discussion ait lieu en septembre.

Le Président accepte cette suggestion.

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 juin et des premiers jours de juillet 1988

Le Président constate que le Comité approuve le "Rapport concertation" qui sera transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle.

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

Le Président invite M. Raymond à présenter la note sur les finances publiques et rappelle que, comme il vient d'être convenu, la discussion des Gouverneurs aura lieu à la prochaine séance.

M. Raymond rappelle que la note transmise aux Gouverneurs représente un travail régulier du groupe d'experts; chaque année, pour la séance de juillet, celui-ci procède à une mise à jour des tableaux sur les finances publiques qui avaient été conçus en annexe à des rapports spéciaux établis en 1981 et 1982 et à une analyse de l'évolution récente des finances publiques et de ses implications pour la politique économique.

L'année 1987 a été marquée par une très légère contraction à la fois des dépenses et du besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques, y compris les mécanismes de transferts sociaux publics, pour la Communauté dans son ensemble. Ce résultat global est pourtant moins positif qu'on ne l'avait espéré avant 1987 et, comme toujours, il recouvre des situations et des évolutions très différentes d'un pays à l'autre.

Il existe une catégorie de pays où le déficit des administrations publiques représente au moins 6% du PNB et devrait donc en théorie, en raison de son importance, être considéré comme non soutenable à long terme. Dans ce groupe de pays, trois seulement (Belgique, Espagne et Irlande) ont sensiblement amélioré leur situation en 1987. Encore est-ce imputable, en Espagne, à un accroissement des recettes publiques lié à des menaces de surchauffe de l'économie. Les progrès sont faibles ou inexistants en Italie, en Grèce, au Portugal et aux Pays-Bas (pays qui a souffert du recul du prix de l'énergie). Voilà donc une situation contrastée dans le groupe des pays qui connaissent un déficit élevé des administrations publiques.

Le Royaume-Uni et la France, pays où le déficit était modéré en pourcentage du PNB, ont accompli des efforts pour le réduire et le Royaume-Uni est même parvenu à dégager un solde positif. L'excédent des finances publiques s'est un peu réduit au Danemark et au Luxembourg, mais ces pays demeurent en surplus.

L'Allemagne, pressée de toutes parts par ses partenaires d'utiliser l'arme fiscale à des fins conjoncturelles pour soutenir l'activité, a laissé son déficit augmenter d'un demi-point de PNB, les rentrées fiscales ayant cru moins vite que le PNB.

Le ratio dette publique/PNB a continué d'augmenter pour la Communauté dans son ensemble, les déficits s'ajoutant à une dette publique déjà existante. Il s'est toutefois réduit dans plusieurs pays: les trois qui ont un budget en surplus, déjà cités, et très modérément la France grâce au produit des privatisations.

Un nouveau pas vers l'assainissement des finances publiques devrait être accompli dans la Communauté en 1988 si l'on en croit les programmes qui ont été annoncés. Malheureusement, ils n'affectent sans doute pas sensiblement un certain nombre de pays dont la situation budgétaire est déjà gravement déséquilibrée. Il faut toutefois rappeler que deux déclarations viennent d'être faites par des membres du Comité concernant l'Irlande et l'Italie et qui montrent que des efforts sont effectués dans le bon sens dans ces pays.

En Allemagne, une nouvelle détérioration de 0,5% du PNB est attendue pour 1988, avant semble-t-il une pause en 1989, précédant la troisième et dernière phase de la réforme fiscale.

Cette situation d'ensemble dans la Communauté laisse une impression mitigée. Il faut néanmoins se satisfaire d'un autre trait de l'évolution des finances publiques, qui est que, sauf exception, le financement du déficit se fait de moins en moins par le concours direct de la banque centrale à l'Etat ou par des emprunts de l'Etat en devises à l'étranger, ce qu'on appelle dans la note une création directe de base monétaire. En d'autres termes, le secteur public recourt de plus en plus largement, voire exclusivement, au marché des titres pour financer son déficit. Il faut cependant nuancer ou atténuer la satisfaction qu'on peut en retirer du point de vue de l'analyse monétaire en notant une tendance au raccourcissement des durées des fonds d'Etat nouvellement émis. Cette évolution, il est vrai, est en accord avec le comportement naturel des opérateurs: en effet, les taux d'intérêt nominaux n'ont plus tendance à fléchir mais ont, au contraire, plutôt tendance à se relever, ce qui fait que quelques souscripteurs préfèrent ne s'engager qu'à court terme. Malgré les réserves qu'inspire un financement à plus court terme, il faut noter en conclusion que les conflits politique fiscale/politique monétaire se sont atténués en 1987 dans la Communauté.

Le Président remercie M. Raymond de son exposé bref, très synthétique et cependant très substantiel, à propos duquel les Gouverneurs pourront avoir un échange de vues à leur prochaine séance.

V. Suite du Conseil européen de Hanovre des 27 et 28 juin 1988

Le Président indique que la réunion que les Gouverneurs vont avoir dans quelques instants permettra d'aborder ce point.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas eu d'autres questions.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 13 septembre 1988 à partir de 10 heures.

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

JUIN 1988

Le présent rapport retrace l'évolution, durant le mois de juin et les premiers jours de juillet 1988, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation¹.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juin 1988, les marchés des changes ont été principalement caractérisés par les développements suivants:

- poursuite de la progression du dollar EU à l'égard de la plupart des monnaies, qui s'est accélérée en fin de période;
- actions des banques centrales pour contenir la hausse du dollar EU par des interventions concertées à la vente de dollars, principalement contre deutsche marks,
- par un mouvement de hausse des taux d'intérêt dans la plupart des pays d'Europe;

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

- pour la première fois depuis le début de l'année, fléchissement du yen et, plus particulièrement, de la livre sterling vis-à-vis des autres monnaies européennes.

Le dollar EU a continué de se raffermir, notamment pendant la seconde moitié du mois. Il a bénéficié de la publication, le 14 juin, des chiffres du commerce extérieur des Etats-Unis pour avril et de la parution de rapports sur l'économie interne, qui ont semblé indiquer une atténuation des pressions inflationnistes. En outre, le Communiqué du Sommet de Toronto et les commentaires de plusieurs responsables qui l'ont accompagné ont laissé entendre que les autorités monétaires du Groupe des Sept toléreraient une nouvelle hausse. Vers la fin du mois, un nombre de banques centrales européennes (en particulier la Deutsche Bundesbank) et la Federal Reserve Bank of New York ont vendu des dollars contre deutsche marks afin de freiner la progression de leur monnaie. Le dollar a fini le mois en hausse de 5 1/2% par rapport au deutsche mark et de 6 3/4% vis-à-vis du yen.

Le SME est demeuré stable. Quelques changements se sont produits dans la position respective des monnaies à la suite du raffermissement de la couronne danoise, qui s'établit en tête du système, et de la livre irlandaise avec un écart légèrement accru par rapport au franc belge.

La tenue du deutsche mark a été contrastée. Il s'est déprécié de 5,2% par rapport à la monnaie américaine malgré des ventes parfois importantes de dollars par la Bundesbank. En revanche, au sein du SME, il a réussi à enregistrer de légers gains vis-à-vis de la plupart des autres monnaies. Il a également amélioré sa position vis-à-vis de la livre sterling et du yen japonais. Dans l'ensemble, toutefois, son indice par rapport aux monnaies des quatorze principaux pays industriels a reculé de 0,4%. Les taux d'intérêt sur les marchés monétaire et financier sont montés. La Bundesbank a relevé son taux sur les opérations de pension, en deux étapes, de 1/4 de point dans chaque cas, à 3,75% et, le dernier jour du mois, elle a porté son taux d'escompte de 2 1/2% à 3%. La hausse du taux d'intérêt n'a pas eu d'effet perceptible sur la valeur du deutsche mark sur les marchés des changes.

Le franc français a évolué dans d'étroites limites et a continué de bénéficier des achats de non-résidents liés à la bonne tenue des marchés obligataires. Cette fermeté a été confortée par l'annonce d'une faible hausse des prix de détail (+0,2%) et d'un déficit commercial limité à FF 1,4 milliard en mai et n'a pas été remise en cause par la réduction, en

fin de période, du différentiel de rémunération à court terme du franc avec les principales devises européennes.

Aux Pays-Bas, en raison de l'abondance de liquidités sur le marché monétaire, les taux à court terme ont sensiblement diminué au cours du mois. En conséquence, le florin néerlandais s'est affaibli par rapport à toutes les monnaies du SME. La Nederlandsche Bank a vendu des dollars et a suivi en partie l'augmentation des taux d'intérêt à l'étranger en relevant ses taux d'escompte et d'avance de 0,25 point de pourcentage, respectivement à 3 1/2% et 4%, à compter du 1er juillet.

Alors que le franc belge était demeuré assez stable en début de période, il s'est régulièrement affaibli à partir de la seconde quinzaine, suite essentiellement à la détérioration du différentiel d'intérêt avec les principales devises et la Banque Nationale est intervenue de manière répétée pour défendre sa monnaie. Le dernier jour du mois, la Banque Nationale de Belgique a complété son action en relevant ses taux d'escompte et d'avance de 0,25%, respectivement à 6,75% et 7%, suite au mouvement général de hausse des taux.

La couronne danoise s'est encore raffermie, devenant en fin de mois la monnaie la plus forte au sein du SME. Du fait de sa vigueur, la Danmarks Nationalbank a procédé à quelques interventions à l'achat et a abaissé, le 16 juin, ses taux débiteur et créditeur de 1/4 de point pour les ramener à 8 3/4% et 8% respectivement.

Grâce à la poursuite d'interventions massives à l'achat, la livre irlandaise est restée assez stable au sein de la bande de fluctuation du SME pendant la première quinzaine. Par la suite, les autorités ont laissé son cours s'élever vers le haut de la bande en raison d'entrées continues de monnaies, et la livre s'est échangée dans d'étroites limites pendant le reste du mois.

La position de la lire italienne au sein du SME s'est légèrement améliorée. La Banca d'Italia a été acheteur net sur le marché des changes, les achats de deutsche marks dépassant les ventes de dollars.

La livre sterling s'est fortement dépréciée, en particulier à la suite de l'annonce du déficit record du commerce extérieur du Royaume-Uni pour mai. Malgré le relèvement de 1/2 point, à quatre reprises, du taux de base des banques de compensation (porté à 9 1/2%), la livre a subi le contrecoup de reflux vers le dollar consécutifs à la contraction du déficit du commerce extérieur des Etats-Unis en avril. Son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux a diminué de 3,4, à 75,2 (1975 = 100).

La drachme grecque a perdu 5,6% par rapport au dollar EU, mais s'est appréciée de 2,2% vis-à-vis de la livre sterling. Elle est restée quasiment stable envers l'Ecu et s'est dépréciée de 0,4% en termes effectifs.

La peseta espagnole est demeurée ferme tout au long de la période du fait d'entrées continues de capitaux qui ont conduit le Bancó de España a effectuer des achats importants de devises au cours des deuxième et troisième semaines du mois. Toutefois, cette tendance s'est relâchée pendant les quinze derniers jours. Au total, la peseta a fléchi de 0,5% par rapport aux monnaies de la CEE en termes nominaux effectifs.

L'escudo portugais s'est déprécié de 0,3% en termes effectifs, conformément à la politique de taux de change définie par les autorités. Sous l'effet du redressement du dollar EU au cours de la seconde partie du mois, l'escudo a régressé de 5,5% par rapport à cette monnaie.

Le franc suisse s'est affaibli de 4,6% vis-à-vis du dollar EU. Il s'est raffermi d'environ 1% par rapport à la plupart des monnaies européennes. Sur le marché monétaire interne, les taux d'intérêt ont augmenté de 1/2 point pour toutes les échéances. En raison de la tendance du marché, le taux lombard a été relevé de 1/2 point, à 4 1/2%, à compter du 1er juillet. Le taux d'escompte n'a pas été modifié pour le moment, car l'on procède actuellement, suite à l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation en matière de liquidités, à une refonte radicale de la politique de l'escompte.

Le schilling autrichien a perdu 5,4% par rapport au dollar EU, évoluant durant le mois à l'intérieur d'une marge de 6,7%. Il a fluctué de 0.1% seulement vis-à-vis du deutsche mark. Les écarts de taux d'intérêt ont provoqué des sorties de capitaux. En liaison avec les mesures correspondantes prises par d'autres banques centrales européennes, le taux d'escompte a été relevé de 1/2 point, à 3,5%, à compter du 1er juillet. De plus, le taux des interventions à court terme sur le marché monétaire a été accru de 1/4 de point à dater du 22 juin et s'est établi à 3 7/8%.

La couronne suédoise est restée forte pendant la période. Au cours de la première semaine, la Sveriges Riksbank a vendu des monnaies, les opérateurs du marché, banques étrangères pour la plupart, couvrant une partie de leurs positions courtes en devises. L'indice des devises a varié entre 130,39 et 130,90.

La vigueur continue de la couronne norvégienne et le ralentissement de l'expansion du crédit ont permis une nouvelle réduction de 0,5 point de pourcentage du taux débiteur au jour le jour de la Norges Bank, fixé à 12,8% à compter du 10 juin. L'indice composite de la monnaie a ensuite enregistré des fluctuations assez amples et la banque centrale est intervenue

à diverses reprises pour stabiliser le marché. La couronne s'est affaiblie vers la fin du mois, qu'elle a terminé en repli de quelque 1% en termes effectifs.

Le mark finlandais s'est affaibli d'environ 1% en termes effectifs. Les écarts de taux d'intérêt vis-à-vis des principales monnaies se sont encore resserrés.

Le dollar canadien a terminé le mois avec un gain de plus de 2% par rapport au dollar EU et de près de 3% sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux. Il s'est apprécié pendant la majeure partie de la période grâce aux bonnes performances de l'économie canadienne et à l'importance des écarts de taux d'intérêt à court terme qui ont favorisé l'intérêt marqué de l'étranger pour les titres libellés en dollars canadiens. Cela a conduit à des interventions nettes considérables en achats de dollars EU. Il a fléchi vers la fin du mois, ce qui s'explique par la vigueur du dollar EU vis-à-vis des principales autres monnaies.

Le yen japonais a fortement régressé par rapport au dollar EU vers la fin de juin, se dépréciant d'environ 6% au cours du mois. Son repli s'explique principalement par d'importants achats de dollars effectués par des spéculateurs étrangers et des investisseurs institutionnels japonais qui ont opéré sur la toile de fond de l'amélioration de la balance commerciale des Etats-Unis. Par ailleurs, le yen s'est déprécié de 0,7% envers l'Ecu à la suite du renversement des positions longues en yen contre deutsche mark.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Les ventes nettes de dollars EU par les banques centrales se sont élevés à \$EU 0,2 milliard, contre des achats nets de \$EU 3,3 milliards en mai. Les achats bruts ont atteint \$EU 4,6 milliards, les principaux acheteurs ayant été la Banque du Canada et, dans une moindre mesure, le Banco de España. Les ventes brutes, qui ont été en général coordonnées, se sont chiffrées à \$EU 4,8 milliards; les vendeurs ont été essentiellement plusieurs banques centrales européennes (en particulier la Deutsche Bundesbank) et la Federal Reserve Bank of New York.

b) Interventions en monnaies communautaires et en Ecus privés

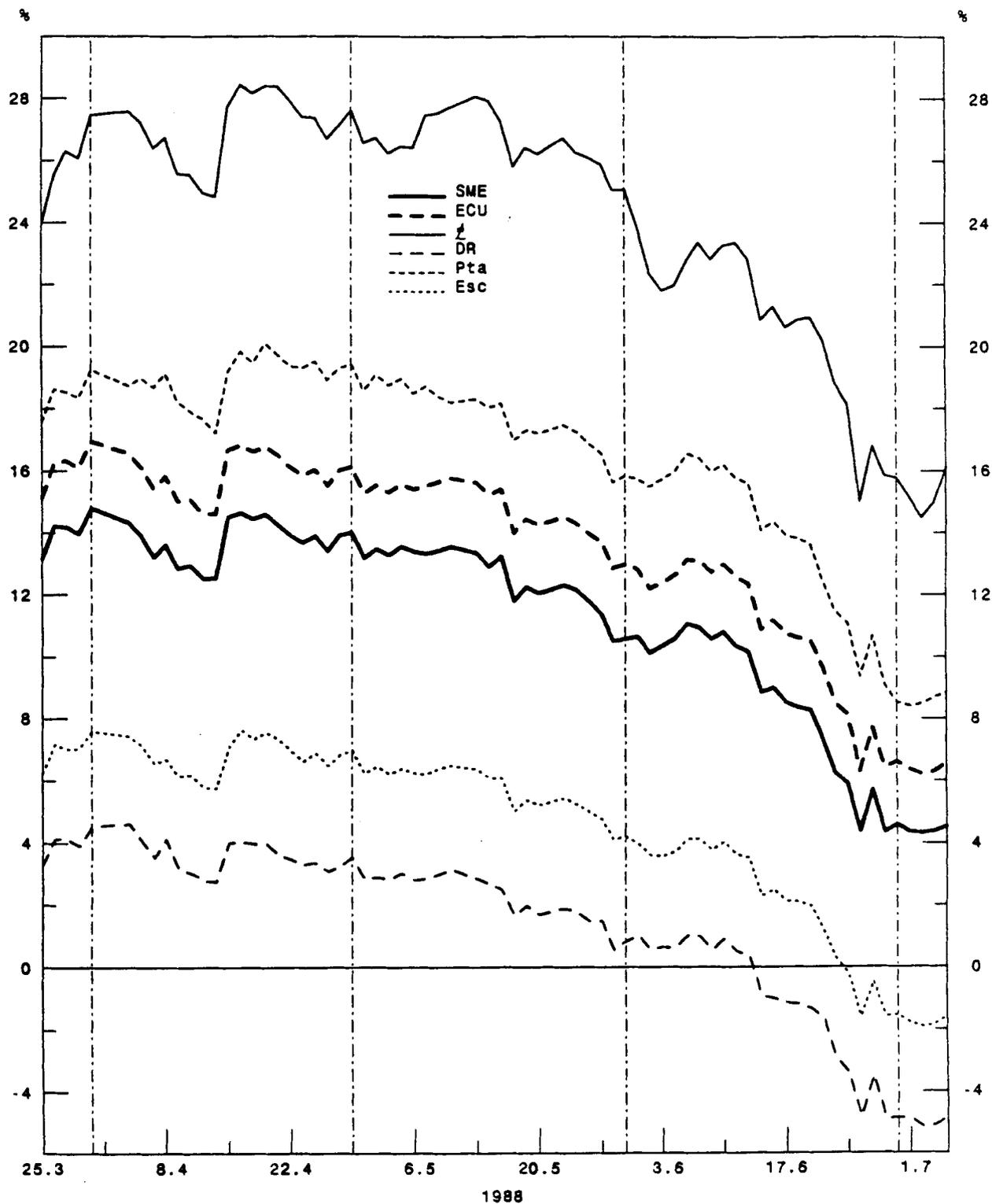
Les interventions en monnaies du SME et en Ecus effectuées par les banques centrales de la Communauté ont atteint l'équivalent de \$EU 2,6 milliards, contre \$EU 4,3 milliards en mai. Ces interventions ont consisté essentiellement en achats de deutsche marks par le Banco de España, la Banca d'Italia, la Danmarks Nationalbank et la Central Bank of Ireland.

III. EVOLUTION JUSQU'AU 8 JUILLET

Le dollar est resté autour de ses niveaux de fin juin tout en enregistrant des fluctuations quotidiennes plus importantes contre yen que contre deutsche mark dont le marché a été régulièrement contrôlé par des interventions de la Deutsche Bundesbank.

La livre sterling, stimulée par une nouvelle hausse des taux de 1/2% (à 10%), et le yen se sont raffermis. Dans le SME, la stabilité s'est maintenue.

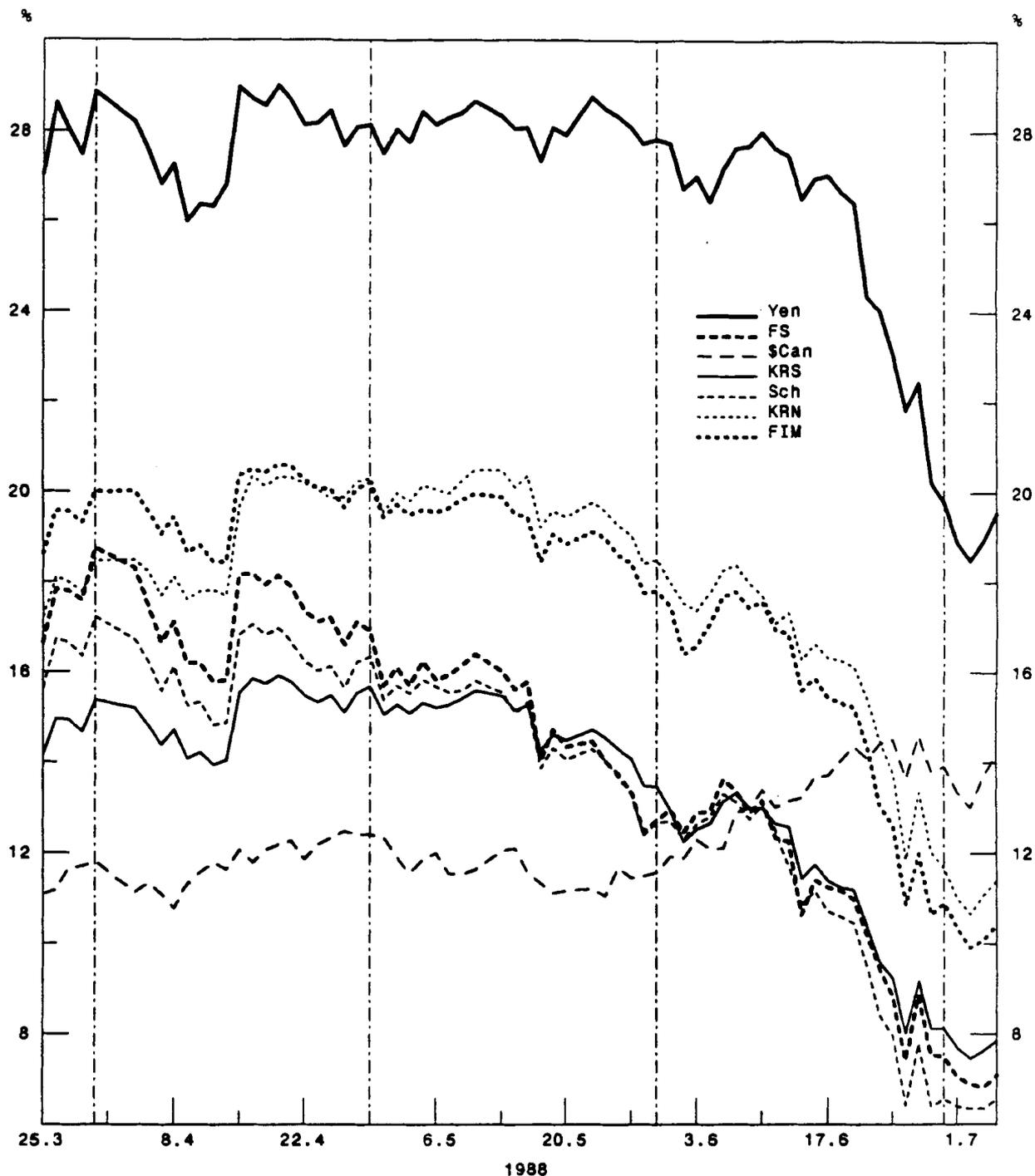
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*



* Voir page suivante.

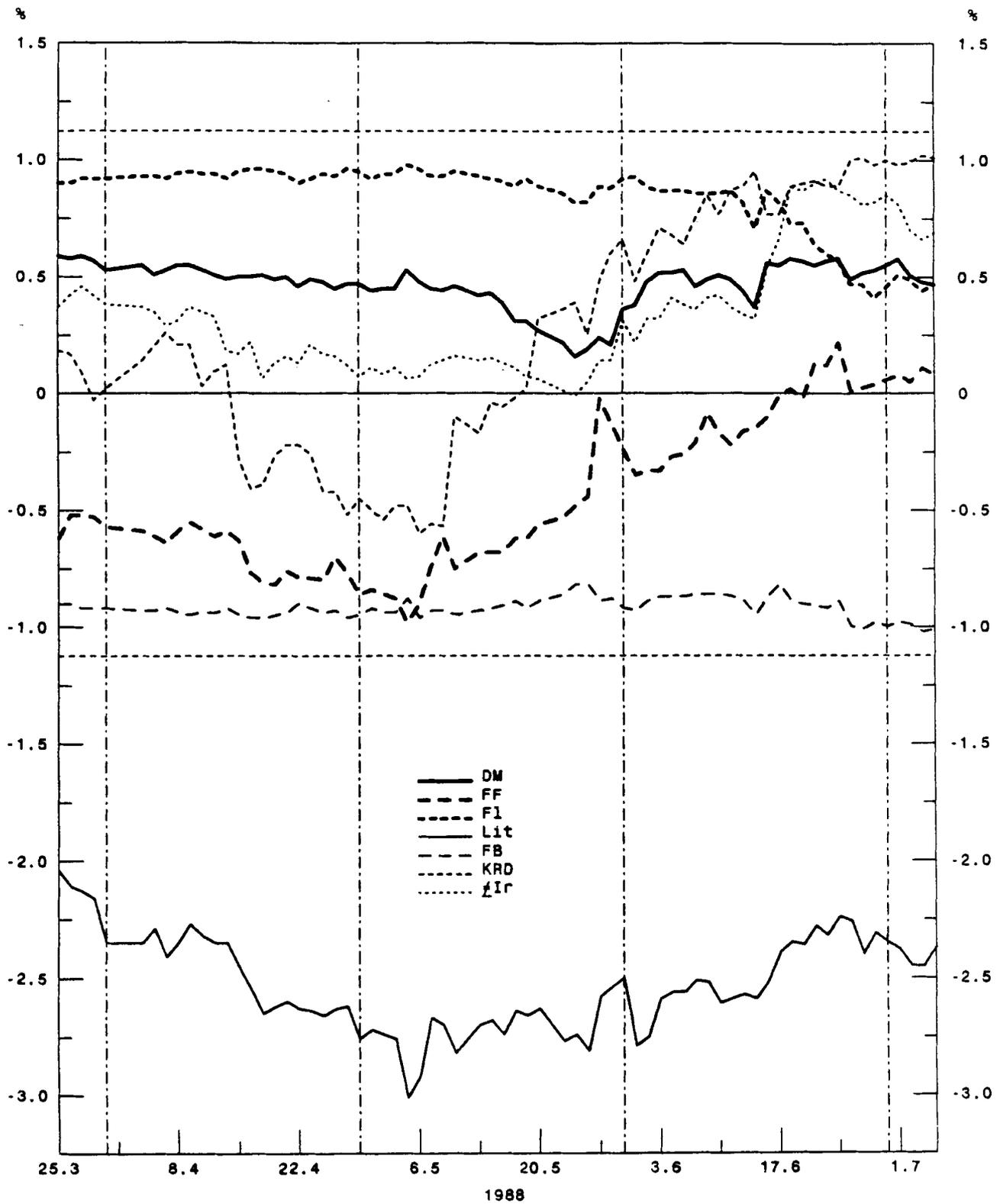
8.7.1988

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LES 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*

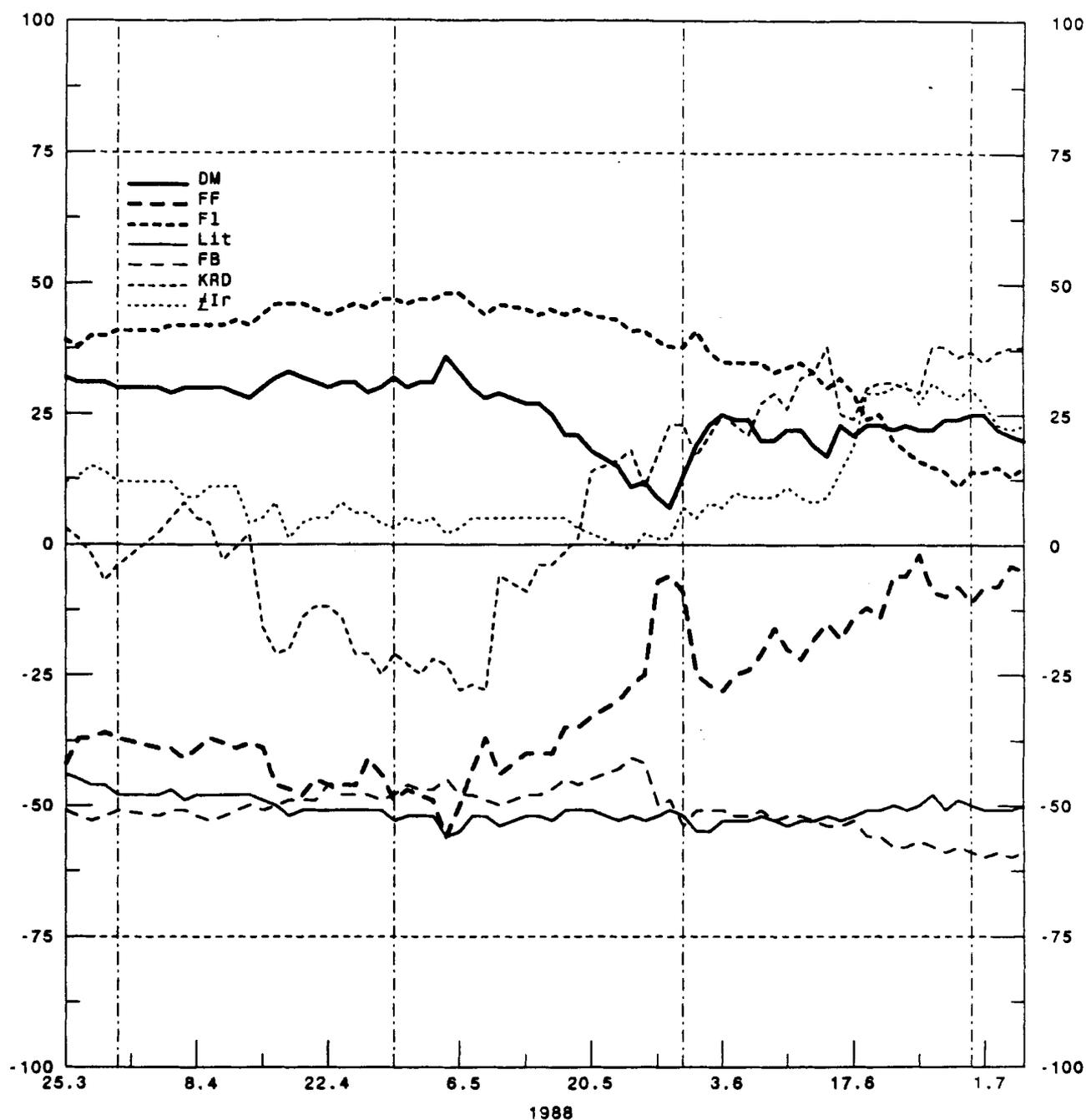


* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995; FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975; Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25% qui se sont éloignés le plus de leurs cours-pivots bilatéraux actuels.

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

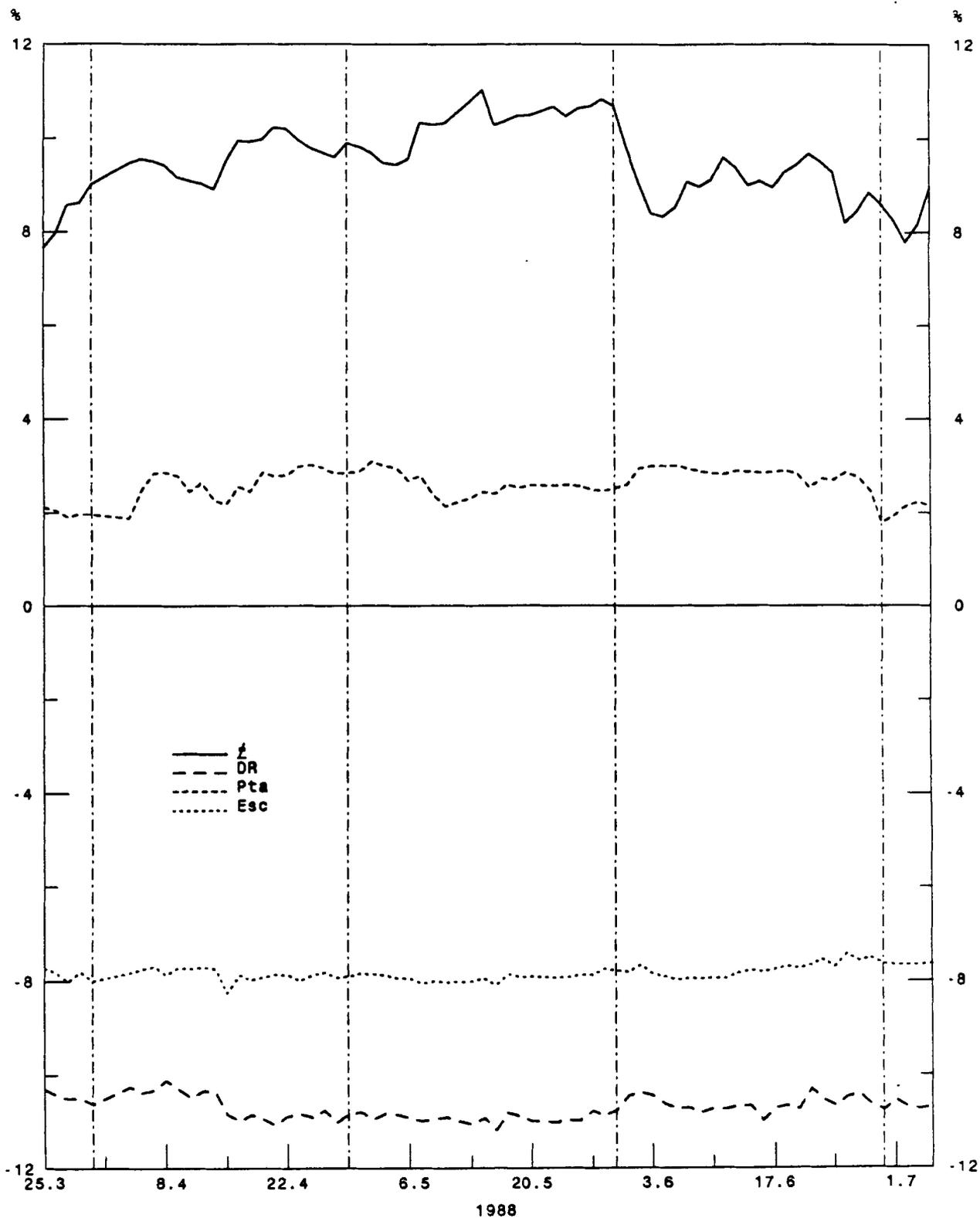


EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



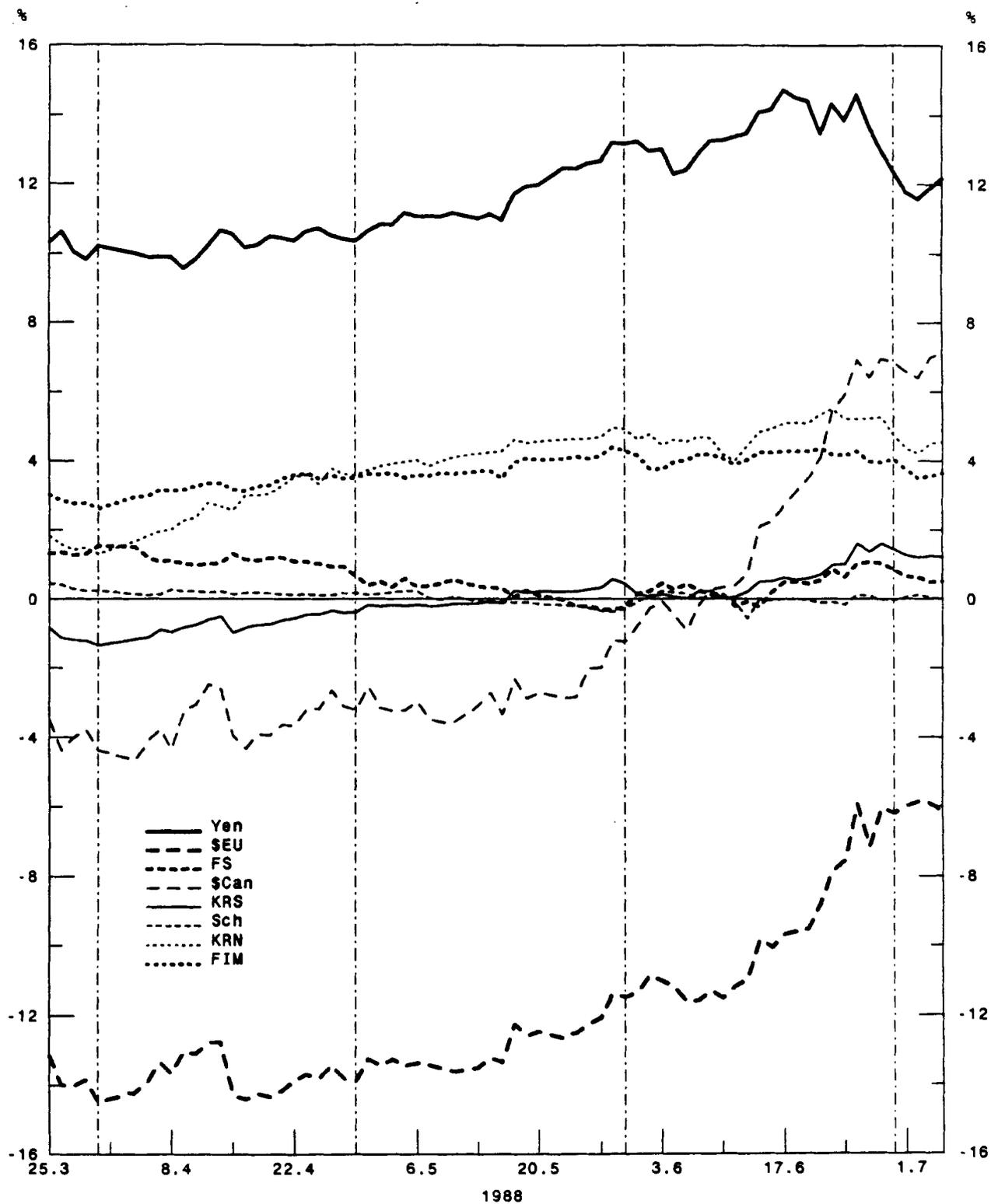
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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 PESETA¹ ET DE
L'ESCUDO PAR PAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ
RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1986*



* £ 0,724942; DR 148,526; PTA 141,151; ESC 156,382.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES HORS CEE PARTICIPANT A LA
CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ
RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1986*



* \$EU 1,07038; \$Can 1,47766; FS 1,73562; Yen 171,046; KRS 7,25181; KRN 7,91812;
Sch 14,6128; FIM 5,12978.

8.7.1988