

PROCES-VERBAL*
DE LA 230e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 DECEMBRE 1988 A 9 HEURES 30

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. Godeaux, accompagné par MM. Rey et Michielsens; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Schlesinger 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 Santini; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Brockmeijer; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par MM. Pego Marques et Amorim; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par M. Price; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Costa, accompagné par M. Mingasson; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Giles sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

* Texte définitif, identique à celui du projet, approuvé lors de la séance du 14 février 1989.

I. Approbation du procès-verbal de la 229e séance

Le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 229e 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 développement le plus marquant récemment a été la faiblesse du dollar en octobre et pendant la première quinzaine de novembre. Le dollar a baissé de 8% par rapport au deutsche mark durant cette période. Cette chute s'est produite malgré une augmentation du différentiel des taux d'intérêt en faveur du dollar. Au cours de la seconde moitié de novembre, le dollar s'est stabilisé et, au début décembre, il y a même eu des signes de légère amélioration. Au total, toutefois, le niveau du dollar, début décembre, restait supérieur à celui de mai 1988 et il était de 10% supérieur au niveau le plus bas enregistré fin 1987. Les banques centrales ont réagi à la baisse du dollar par des achats qui se sont élevés à environ \$EU 8 milliards en novembre, dont \$EU 2 milliards par la "Federal" et \$EU 2,5 milliards par la Banque du Japon. La Deutsche Bundesbank a acheté environ \$EU 350 millions et elle a vendu de faibles montants début décembre, lorsque le dollar s'est légèrement raffermi. Il apparaît toutefois que l'influence de la Bundesbank sur le cours du dollar a été beaucoup plus marquée en novembre puisque elle a accepté une augmentation de ses réserves nettes en devises de DM 3 milliards. Depuis lors, celles-ci ont été réduites d'environ DM 1,5 milliard à la suite de la remise sur le marché de revenus en dollars. Cette politique s'appuie sur l'idée que l'ajustement se développe dans la mauvaise direction. En effet, depuis le second semestre de 1988, les exportations nettes de l'Allemagne ont recommencé à augmenter, notamment en direction des pays européens mais plus récemment aussi vers les Etats-Unis. Une telle évolution n'est pas souhaitable et amène la Bundesbank à s'opposer à la dépréciation du deutsche mark. Les experts estiment que l'ajustement aux Etats-Unis prendra du temps et qu'une remontée du dollar serait défavorable à ce processus. Il semble néanmoins peu probable que le dollar s'apprécie de manière durable, compte tenu de la persistance de problèmes fondamentaux aux Etats-Unis. Il

semble, par ailleurs, que les autorités américaines et japonaises ne soient pas très préoccupées par la situation actuelle, alors que les statistiques confirment que l'ajustement s'est également arrêté entre les Etats-Unis et le Japon.

Au sein du SME, la situation a été calme et un réalignement dans un avenir proche n'est manifestement pas anticipé. Il est reconnu toutefois que le fort accroissement récent de l'excédent commercial allemand vis-à-vis des autres pays de la CEE pourrait susciter des tensions au sein du mécanisme de change si cette évolution devait durer trop longtemps. Les experts ont également noté que les marchés des changes, aujourd'hui, sont influencés non seulement par les balances commerciales mais peut-être davantage par les mouvements de capitaux toujours croissants. Ces derniers peuvent neutraliser les déficits des comptes courants, même sur de longues périodes, mais le financement des déficits de la sorte a des conséquences sur les différentiels de taux d'intérêt. D'autre part, le fait que le dernier réalignement remonte à presque deux ans tend à augmenter les anticipations d'un changement de parités et cela pourrait amener les différentiels de taux d'intérêt à se creuser davantage.

La lire italienne a été ferme récemment à la suite notamment d'une remontée des taux d'intérêt fondée sur des facteurs internes. En octobre, la Banca d'Italia a mis à profit cette fermeté pour acheter des devises mais en novembre ces achats ont été réduits pour limiter l'effet sur la liquidité interne. La position de la lire s'est renforcée à l'intérieur de la bande de fluctuation et se trouve très proche de la bande étroite. Si les mesures de libération des mouvements de capitaux introduites le 1er octobre 1988 n'ont pas eu d'effet décisif, elles ont joué un rôle dans la mesure où les emprunts privés à l'étranger, destinés à financer l'achat de titres étrangers, ont augmenté. Au Danemark, la libération complète des mouvements de capitaux, intervenue le 1er octobre 1988, n'a pas eu d'incidence notable. En Irlande, l'annonce de mesures de libération avait entraîné une hausse des rendements obligataires fin octobre, début novembre; depuis lors, les taux sont revenus aux niveaux précédents. En Allemagne, les taux d'intérêt ont recommencé à monter: les rendements obligataires ont commencé à le faire début novembre et les taux à court terme fin novembre. Il en est résulté une contraction des différentiels par rapport aux monnaies de plusieurs pays tels que la Belgique, le Danemark, la France, l'Irlande et les Pays-Bas. Dans ce dernier pays, où les marchés sont extrêmement sensibles aux faibles variations des différentiels avec le deutsche mark, l'évolution de ceux-ci a amené la banque centrale à intervenir

pour soutenir sa monnaie avant que les taux d'intérêt internes ne s'ajustent aux nouveaux niveaux allemands. Le franc français est resté stable en dépit du rétrécissement des différentiels de taux d'intérêt par rapport au deutsche mark et de mouvements sociaux. Au Royaume-Uni, la lutte contre l'inflation a été poursuivie au moyen d'un nouveau relèvement des taux d'intérêt; cela a entraîné une certaine appréciation de la livre sterling qui a été contenue par quelques interventions. Il y a lieu de noter que la parité livre/deutsche mark, depuis mars 1988, est restée à l'intérieur d'une limite de fluctuation étroite (DM 3,10-3,25 pour 1 livre).

La peseta espagnole a continué de se raffermir en liaison avec un niveau relativement élevé des taux d'intérêt justifié par l'accélération de la hausse des prix. Le Banco de España n'est pratiquement pas intervenu au cours des deux derniers mois.

B. Exposé de M. Rey

En entendant le rapport présenté par M. Dalgaard, les Suppléants ont estimé que l'exercice du monitoring revêtait une importance toute particulière dans les circonstances présentes.

Les problèmes qui se posent aujourd'hui doivent être replacés dans le contexte du processus d'ajustement international. A cet égard, les Suppléants ont écouté avec grande attention le point de vue exprimé par le Suppléant allemand, qui peut se résumer de la façon suivante.

Si le processus d'ajustement connaît aujourd'hui une pause, ou tout au moins un ralentissement, il faut y voir, notamment, l'incidence des rapports de change. En particulier, il est symptomatique de constater que la balance commerciale de l'Allemagne cesse de s'ajuster, ou même s'améliore, principalement vis-à-vis des pays dont la monnaie s'est appréciée, au cours de l'année, par rapport au DM.

En même temps, l'économie allemande connaît un taux de croissance de 3 1/2 à 4%, donc très supérieur à la croissance potentielle, et des indices montrent que les capacités de production sont pleinement utilisées. Dans ces conditions, il n'est guère possible d'envisager de prendre des mesures macro-économiques qui contribueraient au processus d'ajustement par une stimulation de la demande intérieure. Telle est la toile de fond sur laquelle se dessinent la politique de change et les perspectives de politique monétaire de la Bundesbank.

En matière de change, la politique allemande consiste à s'opposer à toute dépréciation du DM, qui alimenterait encore les risques d'inflation.

La Bundesbank saisit dès lors l'occasion de s'opposer à la hausse des cours du dollar, mais cette politique est mise en oeuvre avec prudence et ne traduit aucun relâchement dans la coopération avec les autorités japonaises, contrairement à l'impression récemment recueillie dans les marchés.

En matière de taux d'intérêt, les Suppléants reconnaissent, avec M. Dalgaard, qu'une importance particulière s'attache au maintien de différentiels d'intérêt appropriés, voire en augmentation, dès lors que la stabilité des changes, dans le SME, doit se greffer sur un processus d'ajustement international moins convaincant. Or, ils ont observé que ce différentiel s'est récemment réduit, à la suite de la hausse des taux d'intérêt à court terme sur le DM, depuis la fin du mois de novembre. Cette hausse paraît devoir être imputée, à ce stade, à des facteurs techniques, liés à la proximité de l'échéance de fin d'année, et non à l'action de la banque centrale dans le marché monétaire.

Certains soulignent toutefois le danger que l'évolution spontanée des taux soit involontairement perçue, dans le marché, comme le fruit d'une action délibérée, cela étant déjà arrivé dans le passé. D'autre part, si la volonté était de relever les taux pour parer à tout danger d'inflation et à toute dépréciation du mark, la recherche du différentiel approprié comporterait des conséquences d'autant plus lourdes pour la conduite de la politique monétaire dans les autres pays.

C. Discussion du Comité

M. de Larosière présente quelques commentaires sur l'objectif monétaire qui vient d'être adopté en France pour 1989. Une fourchette de 4 à 6% a été retenue pour l'expansion de M2 en 1989. En 1988, l'objectif était le même et, fin octobre 1988, la progression de M2 était de 4,1%. La croissance du produit national brut sera sans doute de 3,7% en termes réels en 1988 et la hausse des prix de l'ordre de 3%. La croissance nominale sera donc d'environ 6,5 à 6,7% et, si l'économie française a pu fonctionner avec une expansion de M2 autour de 4%, c'est qu'il y a eu une accélération de la vitesse de circulation de M2, phénomène classique dans une période de reprise des affaires qui a caractérisé l'année 1988. L'agrégat M3 a progressé de 7,3% alors que l'augmentation avait été supérieure à 9% en 1987. L'agrégat le plus large, L, s'est accru de 9,5%, marquant aussi une décélération par rapport au chiffre de 1987 (11,7%).

Les prévisions établies pour 1989 portent sur une croissance réelle de l'ordre de 2,6%, une hausse des prix autour de 2,5%, soit une

croissance nominale du PNB d'environ 5%. Il a paru raisonnable de tabler sur une stabilité et non plus sur une accélération de la vitesse de circulation de M2 du fait d'une certaine modération prévue dans le rythme de l'activité économique au cours de l'année 1989. Dans ces conditions, un point moyen de progression de M2 autour de 5% a paru souhaitable, et la fourchette-objectif de 4 à 6% a donc été retenue et annoncée au début de décembre. L'objectif visé est d'assurer la désinflation, la stabilité du franc et de ne laisser aucune marge pour un dérapage des prix et une augmentation excessive de la consommation, tout en ne faisant pas obstacle à une croissance économique raisonnable.

L'expansion du crédit a été assez forte en 1988: le crédit total à l'économie aura augmenté de près de 12%. C'est une évolution qui mérite d'être suivie de près et qui a amené la Banque de France à décider d'instituer un fichier pour mieux connaître le crédit à la consommation dont l'expansion est très rapide, plus de 20% par an. Ce fichier devrait s'inspirer de l'exemple belge et devrait permettre de détecter les incidents de paiements du crédit aux ménages.

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 1988

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

IV. Examen du Rapport No 64 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 64 représente le 5e rapport du groupe d'experts sur l'utilisation de l'Ecu privé; il couvre trois domaines principaux: le développement de l'Ecu sur les marchés financiers, l'utilisation croissante de l'Ecu privé par les banques centrales et le réexamen du panier de l'Ecu.

Depuis le milieu de 1987, l'Ecu privé s'est développé sensiblement sur pratiquement tous les marchés alors que, pendant la période précédente,

une stagnation avait été observée. Les crédits bancaires en Ecus et les dépôts ont progressé et les actifs nets des banques en Ecus sont passés de Ecus 10 milliards à 13 milliards de fin juin 1987 à fin juin 1988. On a noté également une poussée de l'Ecu sur le marché obligataire où le volume de l'année 1988 a dépassé les niveaux records enregistrés en 1985. Il y a eu aussi l'apparition d'instruments à court terme en Ecus sous la forme de Bons du Trésor italiens et britanniques dont l'encours atteignait près de Ecus 7 milliards fin novembre 1988. Cette expansion de l'Ecu sur les marchés financiers tient à divers facteurs. En premier lieu, en 1988, comme en 1985, l'Ecu a bénéficié de la conjonction d'une stabilité des taux de change entre les monnaies composantes et d'écarts de taux d'intérêt relativement élevés au sein de la Communauté. En second lieu, des considérations fiscales ont joué un rôle, notamment en Italie. En revanche, l'élimination des restrictions frappant l'Ecu en Allemagne et en Espagne n'a pas eu d'effet notable.

L'utilisation de l'Ecu pour la facturation et le règlement de transactions commerciales ne s'est que légèrement accrue et, dans l'ensemble, cette utilisation ne représenterait que 1% des échanges intra et extra-communautaires.

L'élément le plus important est sans doute l'augmentation sensible des transactions en Ecus faites par les banques centrales, et des avoirs en Ecus détenus par celles-ci. Plusieurs facteurs expliquent cette évolution: l'activité de certains gouvernements en matière d'emprunts en Ecus, la diversification des réserves de la part de quelques banques centrales, et l'intensification des interventions en Ecus. La moitié de ces dernières a été réalisée par la Bank of England, durant une courte période où des achats de dollars n'étaient pas jugés souhaitables et des acquisitions de deutsche marks n'étaient pas considérées comme acceptables par la Deutsche Bundesbank. Les experts se sont demandé si l'augmentation des interventions en Ecus privés nécessitait un réexamen des méthodes et pratiques. Cette question avait déjà été évoquée en 1984; les experts ont estimé que, malgré l'accroissement récent, la part des interventions en Ecus reste très faible et qu'il n'est pas nécessaire de prévoir des règles spéciales pour ce type d'intervention. Toutefois, il importe que toutes les banques centrales de la Communauté qui envisagent d'intervenir en Ecus tiennent compte de l'incidence de ces interventions sur les autres monnaies de la CEE. Jusqu'à présent, les interventions en Ecus ont été des achats mais le risque d'affecter des monnaies individuelles pourrait être plus grand dans le cas de ventes. Le "Groupe Monitoring" suivra de près l'évolution des interventions en Ecus.

Les avoirs en Ecus privés des banques centrales de la Communauté ont plus que doublé entre fin juin 1987 et fin novembre 1988, passant de 4 à 9 milliards d'Ecus, la progression étant particulièrement forte pour la Bank of England. A l'exception de la Deutsche Bundesbank et de la Nederlandsche Bank, toutes les banques centrales de la CEE détiennent des Ecus privés mais pour des proportions très variables de leurs réserves.

Le Rapport No 64 aborde en dernier lieu une question d'avenir, à savoir les implications du prochain réexamen du panier de l'Ecu. La révision des poids des monnaies composantes qui devrait résulter de ce réexamen devrait avoir deux effets principaux sur le marché: une hausse des taux d'intérêt en Ecus et une augmentation des risques de change pour les banques ayant des actifs nets en Ecus.

L'importance de ces effets devrait être liée à l'ampleur des changements des poids des monnaies, laquelle pourrait être d'autant plus grande que la peseta et l'escudo seront inclus dans le panier. Quoiqu'il en soit, des incertitudes sur ces changements pourraient entraîner des perturbations sur les marchés et une tendance chez les banques à minimiser leurs risques en se retirant du marché de l'Ecu. En vue de limiter ces effets et ces problèmes, les experts ont suggéré la possibilité d'avoir une procédure en deux temps: la décision officielle sur les nouveaux poids des monnaies serait prise et annoncée tandis que l'entrée en vigueur n'interviendrait que plus tard pour laisser aux marchés le temps de s'adapter.

B. Exposé de M. Rey

1. Les Suppléants se sont félicités de la qualité du rapport que M. Dalgaard, son groupe et le Secrétariat ont préparé. Ils partagent largement l'analyse et les conclusions du rapport.
2. Le Suppléant portugais a fait part de l'intention de ses autorités de demander l'inclusion de l'escudo dans le panier. Cette demande s'inscrit dans la démarche générale du Portugal vers une intégration complète dans le SME. Il a été affirmé que cette inclusion pourra se faire dans les conditions voulues de stabilité à la fois pour l'Ecu et pour l'escudo.
3. Trois points ont suscité des commentaires particuliers, à savoir:
 - l'accroissement du volume des interventions et des avoirs en Ecus des banques centrales;
 - le fonctionnement de la compensation en Ecu;
 - les effets de la révision du panier de l'Ecu sur le fonctionnement du marché.

En ce qui concerne le premier point, les Suppléants pensent, comme les experts, que dans la période sous revue les opérations des banques centrales en Ecus n'ont pas posé de problèmes particuliers, en dépit de l'augmentation de leur volume et n'appellent dès lors pas de dispositions nouvelles. Il importe toutefois que les banques centrales qui envisagent d'intervenir en Ecus - qu'elles appartiennent ou non au mécanisme de change du SME - tiennent compte de l'incidence de telles interventions sur la stabilité des taux de change au sein du SME, ainsi que sur le niveau des taux de change du SME par rapport aux autres monnaies. Par ailleurs, le souhait a été exprimé que le groupe approfondisse davantage l'analyse des effets des interventions en Ecus, en tenant compte de l'ampleur des positions en Ecus couvertes par le panier des monnaies composantes.

En ce qui concerne la compensation, les Suppléants ont noté que le fonctionnement du système et l'admission de nouvelles banques sont actuellement discutés au sein de l'Association des Banques du Clearing en Ecus. Le représentant de la Commission a fait savoir qu'il soumettrait au Comité une communication relative à certains aspects spécifiques du fonctionnement de ce mécanisme. Il a été rappelé que, jusqu'à nouvel ordre, les conditions d'intervention de la BRI dans la compensation en Ecus ont été agréées au sein de ce Comité et demeurent d'application.

Enfin, troisième point, les Suppléants pensent que la dimension du marché et l'ampleur de la position nette créditrice des banques en Ecus justifient un regard attentif sur les moyens susceptibles d'assurer le fonctionnement ordonné du marché à l'approche de la révision du panier de l'Ecu. Ils ont exprimé leur intérêt pour la possibilité d'une procédure de révision en deux temps, contrairement à la méthode retenue en 1984. Ils suggèrent qu'à l'occasion de la transmission du Rapport No 64, le Président du Comité des Gouverneurs adresse une lettre au Président de la Commission et au Président du Comité monétaire par laquelle il attire leur attention sur l'analyse de la question et sur l'importance qui s'attache au fonctionnement ordonné des marchés des changes et des marchés monétaires à l'approche de la révision du panier de l'Ecu.

C. Discussion du Comité

M. Rubio félicite M. Dalgaard et le groupe d'experts pour la qualité du rapport et présente quelques remarques sur la modification du panier de l'Ecu et les conséquences de l'inclusion de la peseta. La solution d'avertir les marchés avant l'entrée en vigueur des nouveaux poids des

monnaies composantes est acceptable; il reste à vérifier si elle est possible sur le plan formel. De toute manière, le marché anticipera la fourchette probable des poids et ne sera pas loin du compte en définitive. Le Banco de España est prêt à prendre toute mesure nécessaire pour assurer un bon fonctionnement des marchés pendant la période de transition et il est convaincu que l'inclusion de la peseta dans l'Ecu en septembre 1989 ne devrait pas soulever de problèmes.

M. Tavares Moreira confirme les informations données à la réunion des Suppléants, à savoir que le Banco de Portugal a étudié les conséquences possibles de l'inclusion de l'escudo dans l'Ecu et qu'il est extrêmement probable que les autorités portugaises demandent formellement cette inclusion. Des mesures ont déjà été prises pour élargir la convertibilité de l'escudo, celui-ci peut être utilisé sans restriction pour la plupart des opérations courantes et en capital avec les autres pays, et sa convertibilité est entièrement assurée pour les non-résidents. Le Fonds Monétaire International a annoncé l'acceptation par le Portugal des obligations découlant de l'article 8 des Statuts. Le marché de l'escudo se développe sur les grandes places financières comme Londres et Paris, et bientôt Madrid, et le Banco de Portugal fournit un appui aux teneurs du marché. Par ailleurs, le poids de l'escudo dans le panier sera tel qu'il ne devrait pas créer de problèmes ni pour la monnaie portugaise, ni pour l'Ecu et le fonctionnement des marchés. La politique de change portugaise vise actuellement une dépréciation de l'escudo, en termes effectifs, de 0,25% par mois, chiffre qui devrait être graduellement réduit en liaison avec le rétrécissement du différentiel d'inflation entre le Portugal et ses partenaires commerciaux.

M. Leigh-Pemberton félicite M. Dalgaard, les experts et le Secrétariat pour l'excellent rapport présenté; il rappelle que lors de la première discussion sur l'Ecu privé, il y a 5 ans, les Gouverneurs se demandaient comment il fallait encourager l'usage de l'Ecu privé. Il est aujourd'hui réconfortant de constater le développement de cet usage, mais on peut s'interroger sur l'évolution en 1989 en raison du réexamen du panier de l'Ecu en septembre. En effet, une nervosité croissante semble se développer à l'approche de cette perspective. L'Association Bancaire pour l'Ecu s'est réunie, tout récemment, à Londres et a souligné cet aspect. Certains éléments de la révision du panier, notamment les critères à utiliser pour la fixation des poids des monnaies, relèvent essentiellement de la compétence du Conseil ECOFIN et les discussions à ce sujet risquent d'être difficiles. Les Gouverneurs toutefois ont une obligation particulière d'attirer l'attention de la Commission, du Comité monétaire et du Conseil sur l'éventualité de troubles

sur les marchés durant la période transitoire. Les experts ont fort heureusement évoqué cet aspect et ont bien montré que, si la révision du panier de l'Ecu s'est faite sans heurts en 1984, le développement très important de l'usage de l'Ecu, qui s'est produit depuis lors, donne une autre dimension à l'opération prochaine. Il convient de ne pas sous-estimer les dommages qui pourraient être causés aux marchés de l'Ecu et en particulier le risque d'assèchement du marché à court terme en 1989 et, ultérieurement, tous les 5 ans. Il serait souhaitable que le "Groupe Dalgaard" examine de manière plus approfondie l'impact probable du prochain réexamen du panier de l'Ecu et d'une période prolongée d'incertitude que peut susciter ce réexamen. Les Gouverneurs pourraient discuter cette étude à leur séance de février 1989 et pourraient ainsi contribuer utilement au débat qui s'ouvrira le moment venu dans les autres enceintes compétentes.

Le Président constate l'accord du Comité pour confier au "Groupe Dalgaard" l'étude suggérée par M. Leigh-Pemberton, étant entendu que le Comité ne désire pas enlever aux autorités concernées la compétence quant à la décision sur la révision du panier de l'Ecu mais qu'il vise à éclairer cette décision.

V. Prorogation du mécanisme de swaps renouvelables du SME

Le Président constate que les Suppléants n'ont formulé aucune remarque sur cette question et prend note de l'accord du Comité quant au fond et à la forme de la prorogation du mécanisme de swaps renouvelables du SME, telle qu'elle est proposée dans une note du Secrétariat en date du 6 décembre 1988, à savoir:

1. L'inscription au procès-verbal de la présente séance du texte suivant:

"En vue d'assurer la continuation du mécanisme de crédits croisés renouvelables du SME au-delà du 13 mars 1989, échéance stipulée dans la décision des Gouverneurs du 9 décembre 1986 pour ce mécanisme, les Gouverneurs décident, en application de l'article 20.1 de l'Accord du 13 mars 1979, fixant entre les banques centrales de la CEE les modalités de fonctionnement du SME, tel qu'il a été amendé par les Actes respectivement en date du 10 juin 1985 et du 10 novembre 1987:

- que les crédits croisés visés à l'article 17.3 et 18bis.4 du même Accord ne seront pas dénoués au 13 mars 1989;

- que le mécanisme de ces crédits croisés est reconduit pour une nouvelle période de deux ans au terme de laquelle, et sauf décision contraire prise à l'unanimité, ces crédits croisés seront dénoués. Durant cette période, c'est-à-dire jusqu'au 13 mars 1991, ce mécanisme restera soumis aux mêmes dispositions de l'Accord du 13 mars 1979, étant entendu toutefois que, dans la mesure où le passage à la phase institutionnelle du SME interviendra avant le 13 mars 1991, les Gouverneurs pourront, par une décision prise à l'unanimité, réduire cette période et modifier le mécanisme."

2. L'envoi, par le Président du Comité au Président du Conseil ECOFIN, de la lettre dont le texte est annexé à la note susmentionnée du Secrétariat.

VI. Présidence du Comité

Le Président indique que, sur la base des contacts et des consultations qu'il a eus avec les Gouverneurs, il est en mesure de proposer M. Chalikias, Gouverneur de la Banque de Grèce, comme nouveau Président du Comité, à dater du 1er Janvier 1989 et pour le mandat normal d'une année.

Le Comité approuve la proposition du Président.

M. Chalikias remercie ses collègues pour l'honneur qu'ils lui font de lui confier la présidence de ce Comité prestigieux. Il se fait l'interprète de tous les Gouverneurs pour remercier M. Godeaux de l'apport considérable que lui-même et la Banque Nationale de Belgique ont fourni au Comité en 1988. Les Gouverneurs ont tous apprécié et admiré le professionnalisme et le profond dévouement à la cause européenne de leur Président ainsi que l'adresse avec laquelle il a réussi à mener le Comité d'une main ferme et courtoise tout au long des activités variées et souvent difficiles qui ont été entreprises en 1988. Un pareil exemple ne rend pas la tâche facile au successeur.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Rencontre entre la Présidence du Comité et le Gouverneur de la Norges Bank

Le Président informe le Comité que, dimanche dernier 11 décembre 1988, il a tenu une réunion avec M. Skanland, Gouverneur de la Norges Bank, et ses collaborateurs, dans le cadre de la coopération monétaire

entre le Comité et la Norges Bank, coopération qui se déroule depuis 1984 sous la forme notamment d'une rencontre annuelle. L'échange de vues a porté, d'une part, sur la situation économique et monétaire en Norvège et, d'autre part, sur les principaux développements des activités du Comité en 1988. Un bref résumé de cet échange de vues sera communiqué prochainement aux membres du Comité.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 10 janvier 1989 à 9 heures 30.

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

NOVEMBRE 1988

Le présent rapport retrace l'évolution, durant le mois de novembre et les premiers jours de décembre 1988, 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 une nouvelle baisse du dollar malgré des interventions de soutien des banques centrales.

En novembre, le dollar EU a fléchi au total par rapport à toutes les grandes monnaies, du fait des préoccupations exprimées au sujet des perspectives de réduction des déficits budgétaire et commercial des Etats-Unis. La baisse de la monnaie américaine a été toutefois limitée par les interventions coordonnées des banques centrales et l'anticipation d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt à court terme sur le dollar. Ce dernier a fini le mois en baisse de 1,75% environ par rapport au mark, de 2% vis-à-vis du yen et de 2,5% contre la livre sterling.

Le SME n'a fait l'objet d'aucune tension. Le seul changement important a été le renforcement de près de 1% de la lire italienne pendant

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

la seconde moitié du mois. Les positions relatives des monnaies à l'intérieur de la bande étroite ne se sont pas modifiées.

Le deutsche mark est resté assez stable. Il s'est apprécié de 1,8% par rapport au dollar EU. Il s'est légèrement affaibli vis-à-vis des monnaies participant au mécanisme de change. Son recul a été plus net par rapport à la livre sterling (1,9%). A la fin de novembre, l'indice pondéré du deutsche mark vis-à-vis de quatorze pays industrialisés s'établissait à 170,4, soit un niveau à peine inférieur à celui de 170,6 enregistré fin octobre (1972 = 100).

Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt à l'étranger, le franc français, dont la rémunération est restée stable, ne s'est que légèrement replié vis-à-vis de l'ensemble des monnaies du dispositif de change à marges étroites. La détérioration du solde commercial en octobre (- FF 4 milliards, après un excédent de FF 0,6 milliard en septembre) et le développement des conflits sociaux n'ont eu qu'un impact limité sur la tenue du franc.

Le franc belge a fait preuve d'une fermeté dont la Banque Nationale de Belgique a tiré parti pour procéder à des achats de devises et à la réduction des taux officiels. En effet, la Belgique a abaissé à deux reprises le taux des certificats de Trésorerie à 3 mois de 0,05% à 7,15%; de même, elle a réduit ses taux d'escompte et d'avances de 0,25%, à respectivement 7,25% et 7,50%.

La position du florin néerlandais dans la partie supérieure de la bande du SME est restée inchangée.

La couronne danoise est restée juste au-dessous du milieu de la bande du SME.

La livre irlandaise s'est montrée relativement stable dans la partie supérieure de la bande du SME. De faibles entrées nettes de capitaux pendant le mois se sont traduites par de modestes achats nets de monnaies par la Central Bank of Ireland.

La lire italienne s'est renforcée au sein du SME pendant la seconde moitié du mois par suite des entrées continues de capitaux à court terme. La Banca d'Italia a effectué seulement des interventions limitées à l'achat afin d'atténuer l'incidence de ces entrées sur la situation monétaire.

La livre sterling a eu un marché relativement calme pendant la majeure partie de novembre; elle a fluctué dans une marge étroite tout en faisant preuve de fermeté par rapport au deutsche mark jusqu'à la publication des résultats du commerce extérieur pour octobre. Elle s'est brièvement repliée à l'annonce du déficit record de £2,9 milliards, avant de se redresser fortement à la suite de la hausse de 1 point à 13% des taux d'intérêt. L'accent mis par le Chancelier de l'Echiquier sur l'importance que revêtait

la fermeté de la livre dans sa politique de lutte contre l'inflation a permis à la livre de finir le mois au niveau le plus élevé des six derniers mois. Son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux s'est accru de 2,5%, pour se situer à 78,3 (1975 = 100).

La drachme grecque s'est appréciée de 0,7% par rapport au dollar EU et dépréciée de 1,3% vis-à-vis de l'Ecu. En termes effectifs, elle a fléchi de 1,3%.

Après l'augmentation d'un quart de point (à 11,75%) du taux de prise en pension à trois mois, le 15 novembre, par le Banco de España, la peseta espagnole s'est raffermie pendant la seconde quinzaine du mois sous l'effet d'entrées de capitaux attirés par la hausse des taux d'intérêt et l'anticipation de nouveaux relèvements. La peseta a progressé de 1,1% par rapport à l'Ecu et de 3,2% vis-à-vis du dollar.

L'escudo portugais a gagné 1,8% par rapport au dollar EU. En termes effectifs, il s'est déprécié de 0,25%.

Le franc suisse s'est légèrement raffermi par rapport à la plupart des monnaies. Pondérée en fonction des exportations, sa valeur s'est accrue de 0,6%. Il a progressé de 2,3% par rapport au dollar. Les taux de l'eurofranc se sont nettement tendus pour les échéances jusqu'à 3 mois (de 3/4% à 1 1/4%) pour se situer juste au-dessous de 5%. La hausse a été moins prononcée pour les échéances à plus long terme, entraînant de ce fait une structure inversée des taux d'intérêt.

Le schilling autrichien s'est raffermi de 1,7% vis-à-vis du dollar EU après avoir fluctué dans une fourchette de 4,1% au cours du mois. Par rapport au deutsche mark, il n'a varié que de 0,08%.

La couronne norvégienne a fait l'objet de vives pressions à la vente pendant la deuxième semaine du mois, des rumeurs faisant état d'une dévaluation commençant à se répandre sur divers marchés étrangers. Les taux d'intérêt internes se sont inscrits fortement en hausse, étant donné que les interventions massives opérées par la banque centrale ont épongé les liquidités et que les opérateurs du marché ont anticipé une hausse des taux directeurs. Cette réaction du marché a permis de freiner les sorties de devises et, grâce au relèvement des prix du pétrole résultant de l'accord de l'OPEP, la couronne a amorcé un redressement, les investisseurs étrangers comme nationaux reconstituant leurs positions dans cette monnaie. Avant la fin du mois, un tiers des réserves perdues a été regagné, sous l'effet des interventions à l'achat, les taux d'intérêt ont diminué et le taux de change effectif a baissé à 0,3% de son niveau du début du mois.

La couronne suédoise s'est montrée relativement stable, avec une tendance au renforcement vers la fin de la période.

Le mark finlandais s'est légèrement redressé au cours du mois. Le 30 novembre, le taux de base a été réduit de 1/2 point avec effet au 1er janvier. La marge de fluctuation de son indice a été élargie de 4,5% à 6%.

Le yen japonais s'est raffermi de 2,6% par rapport au dollar EU, en raison de la persistance du sentiment baissier à l'égard de la monnaie américaine. Il a atteint son niveau le plus élevé de l'après-guerre (sur la base du taux de clôture à Tokyo) les 24 et 25 novembre avec Y 121,15 pour un dollar EU. La Banque du Japon est intervenue sur le marché dans le cadre d'opérations concertées tout au long du mois pour freiner la forte appréciation de la monnaie. Le yen est toutefois resté inchangé par rapport à l'Ecu.

Le dollar canadien a progressé de 3,4% par rapport au dollar EU pour atteindre en clôture \$EU 0,8432. La monnaie a été volatile, tombant au niveau le plus bas depuis deux mois (\$EU 0,8078) au début du mois avant de se situer en clôture près de son niveau record des sept dernières années. La faiblesse de la monnaie au début du mois s'explique par les doutes qui pesaient sur la signature de l'accord de libre-échange avec les Etats-Unis du fait des incertitudes entourant les résultats de l'élection fédérale du 21 novembre. En l'occurrence, la réélection, avec une majorité absolue, du parti conservateur a été interprétée positivement par les opérateurs du marché puisque la ratification par le Parlement canadien dudit accord entre le Canada et les Etats-Unis ne fait plus de doutes.

II. INTERVENTIONS

A. Interventions en dollars EU

Les achats nets de dollars EU par les banques centrales en novembre se sont élevés à \$EU 7,9 milliards, contre \$EU 2,6 milliards en octobre. Les achats, effectués en partie dans le cadre d'opérations concertées, ont été réalisés par un grand nombre de banques centrales; la Banque du Japon, la Federal Reserve Bank of New York, la Banque du Canada, la Norgesbank et la Banca d'Italia étant les principaux acheteurs. Les ventes de dollars EU ont surtout été le fait de la Norgesbank et de la Banque du Canada.

B. Interventions en monnaies communautaires et en Ecus privés

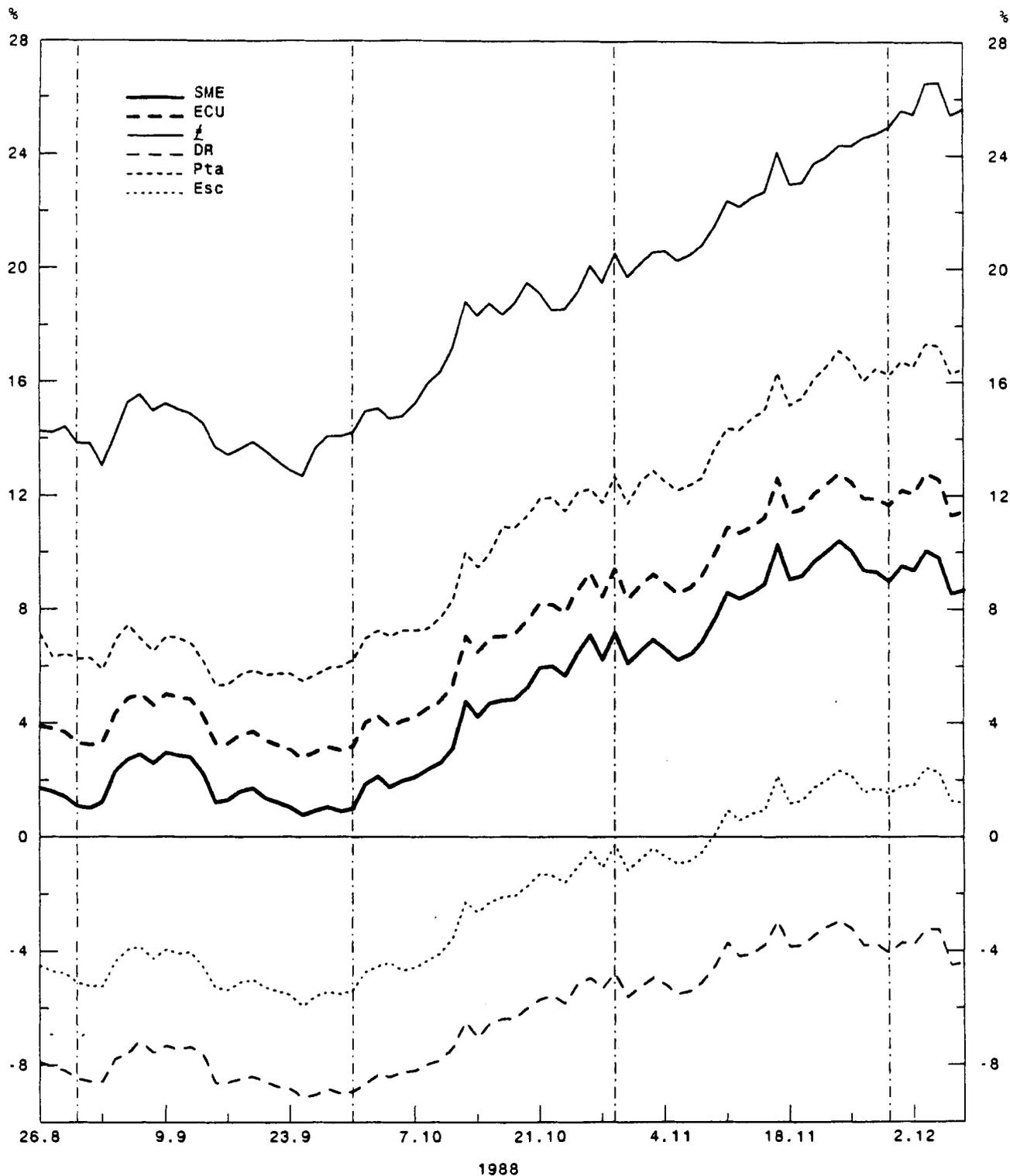
Les interventions des banques centrales de la Communauté en monnaies du SME ont atteint l'équivalent de \$EU 1,3 milliard en novembre,

contre \$EU 2,3 milliards en octobre. La Banca d'Italia a acheté des deutsche marks et des francs français. Parmi les banques centrales non membres de la Communauté, la Norges Bank a procédé à d'importantes ventes de deutsche marks.

III. EVOLUTION JUSQU'AU 9 DECEMBRE

Le dollar EU a continué de fluctuer, sous l'influence notamment des perspectives en matière de réduction des dépenses militaires.

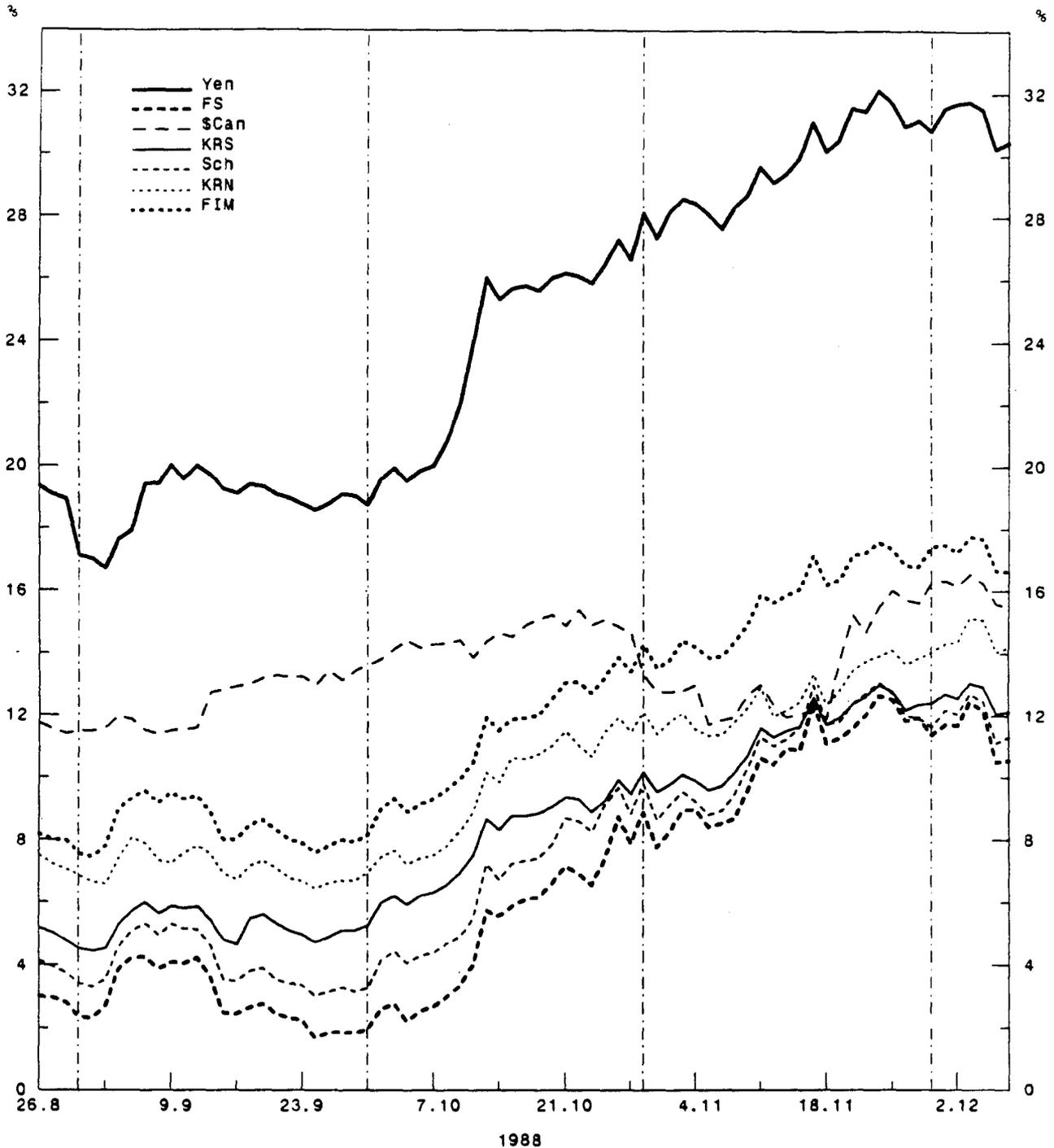
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE
LA CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS
RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*



* Voir page suivante.

8.12.1988

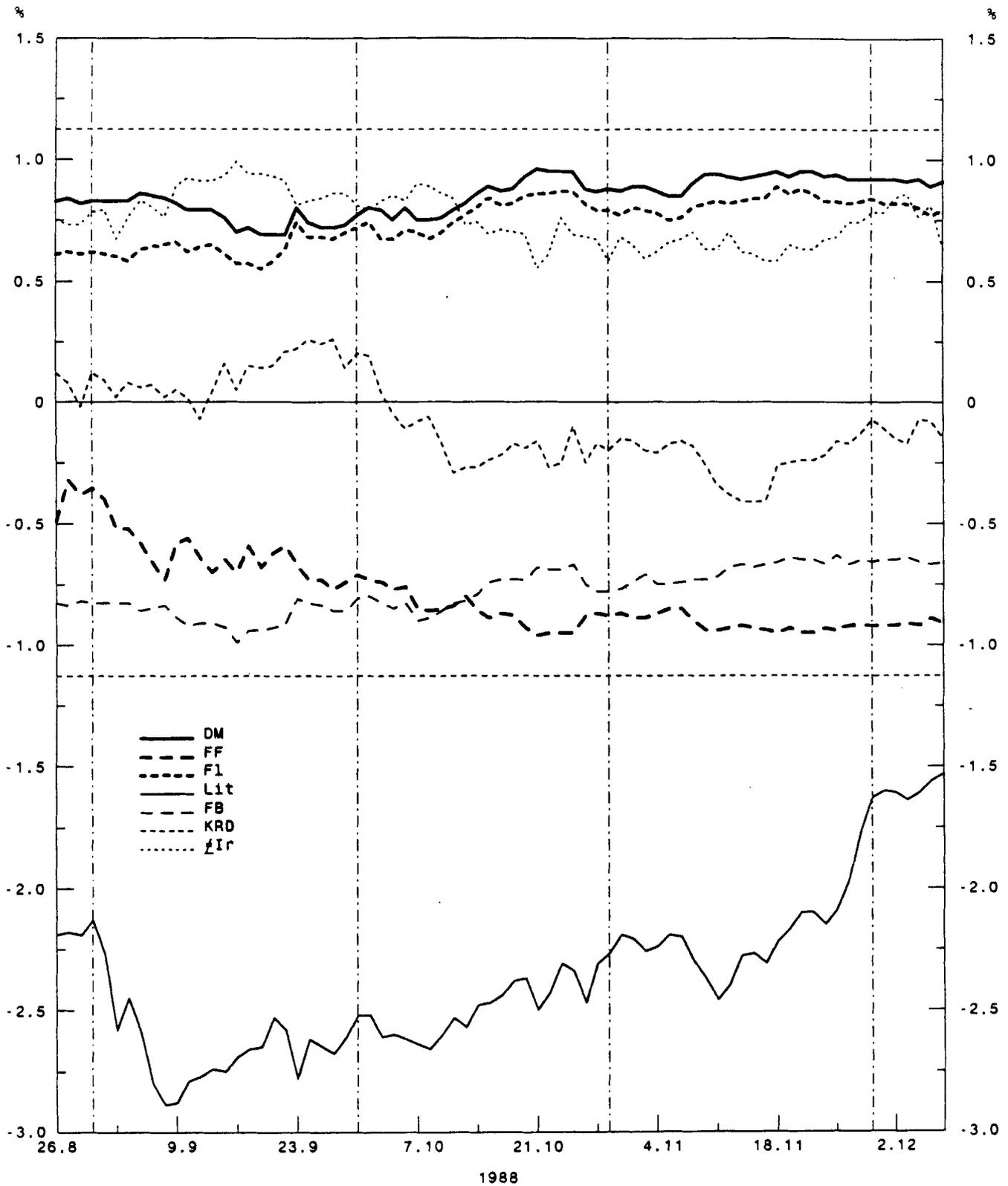
EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A
LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1986
VIS-A-VIS DU \$EU*



* 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.

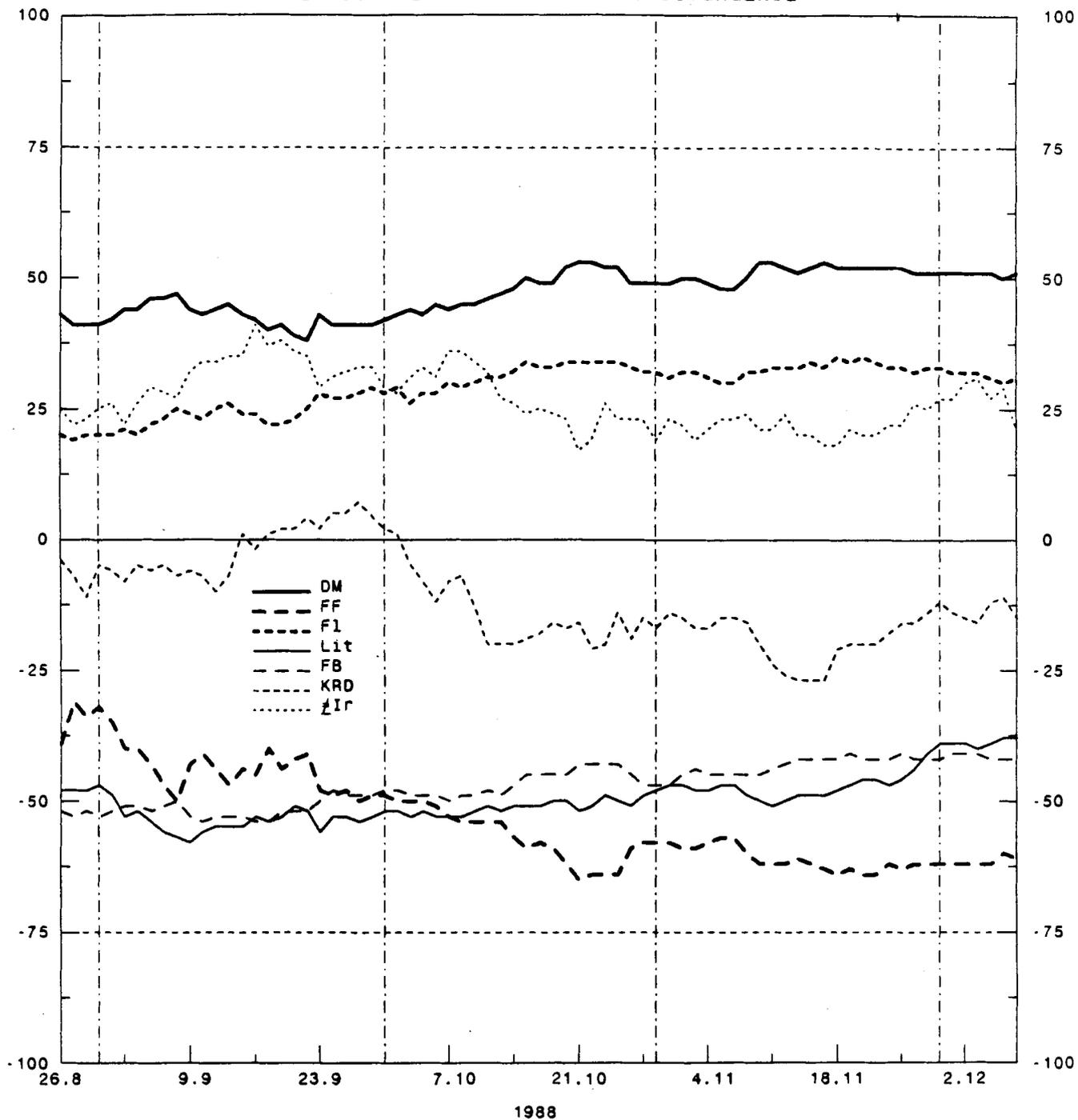
8.12.1988

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



8.12.1988

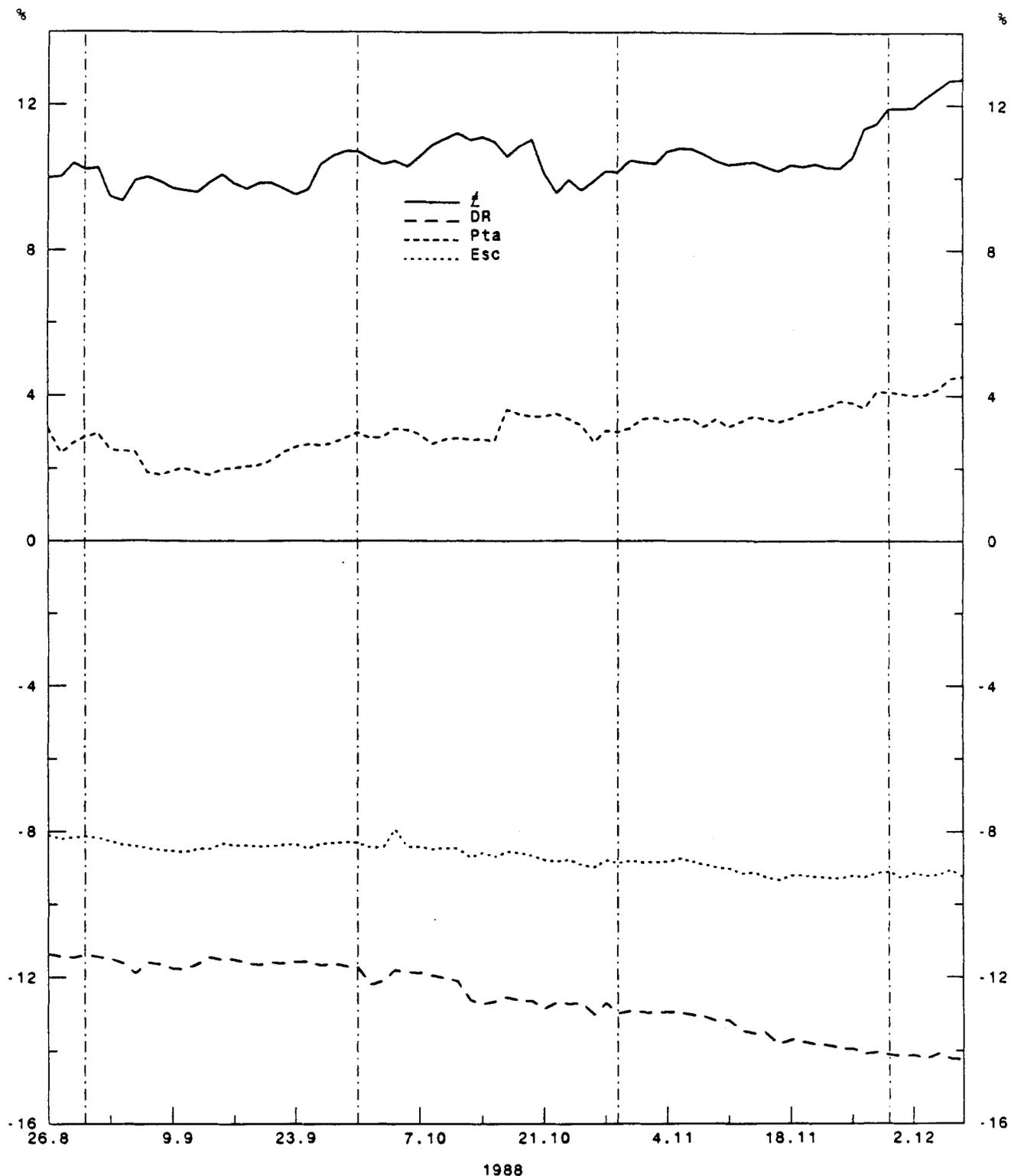
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* 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.

8.12.1988

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE L'ESCUDO PAR PAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986*



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

8.12.1988

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.

8.12.1988