

PROCES-VERBAL*
DE LA 234^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 11 AVRIL 1989 A 9 HEURES 30

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de Grèce et Président du Comité, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos, Karamouzis et Brissimis; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, 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. Gleske et Rieke; 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 Capanera; 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 M. Szász; 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 MM. Crockett et Price; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Mingasson et Dixon; le Directeur Général de l'Institut Monétaire Luxembourgeois, M. Jaans. 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.

En outre, M. Gros, Chef du Département bancaire de la BRI participe à la discussion du point V de l'ordre du jour.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 9 mai 1989, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 233e séance

Le Comité approuve le procès-verbal de la 233e séance dans le texte du projet.

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 concentré ses réflexions sur deux points: le dollar, l'évolution de la couronne danoise et la conséquence de cette évolution sur le SME.

Le dollar s'est raffermi de plus de 3% en mars, ce qui l'a porté à un niveau proche du record de l'été 1988; début avril, il s'est un peu affaibli. Depuis trois mois, il est resté dans la fourchette 1,80-1,90 DM, alors que, depuis le début de 1987, il s'est situé, la plupart du temps, entre 1,65 et 1,90 DM, ce qui dénote une certaine stabilité sur une période de plus de deux ans. Toutefois, par rapport à son niveau le plus bas, fin 1987, le dollar s'est apprécié de près de 20% et davantage encore en termes réels. Cette évolution a certainement contribué au fait que le processus d'ajustement s'est développé dans le mauvais sens; on observe en effet une augmentation des excédents courants du Japon et de l'Allemagne et du déficit courant aux Etats-Unis. Ainsi, les derniers chiffres montrent par exemple, en Allemagne, que l'excédent s'accroît fortement pour le commerce et encore plus pour les comptes courants étant donné l'augmentation des revenus d'investissements allemands.

Plusieurs facteurs expliquent la fermeté continue du dollar:

- pour des raisons intérieures, les taux d'intérêt américains sont maintenus élevés, ce qui entraîne des différentiels d'intérêt importants avec le deutsche mark et le yen à un moment où le marché n'anticipe guère un repli véritable du dollar;
- ce sentiment du marché est conforté par le fait que les interventions des banques centrales ont été moins convaincantes durant les derniers mois alors que durant l'été 1988 des interventions concertées plus impressionnantes avaient eu lieu;

- le yen et le deutsche mark ont été affaiblis pour des raisons politiques, le yen plus nettement par le scandale de "l'affaire Recruit" et le deutsche mark à un degré moindre par certains résultats électoraux;
- la taxe de retenue à la source et quelques autres facteurs ont rendu le marché des capitaux en Allemagne moins attrayant pour les investisseurs résidents et non résidents.

Au sein du SME, la couronne danoise a été soumise à des pressions; elle a touché sa limite inférieure peu avant Pâques, ce qui a entraîné des interventions obligatoires à la marge pour la première fois depuis janvier 1987. La couronne danoise s'est en fait affaiblie progressivement depuis l'été dernier en liaison avec la réduction des écarts de taux d'intérêt. Par rapport au deutsche mark, ces écarts sont passés de 6 points à 3 points pour les taux à long terme et à 1 1/2% seulement pour les taux à court terme. En raison de la faiblesse de l'économie danoise, la banque centrale a décidé de ne pas suivre les hausses de taux d'intérêt intervenues à l'étranger, sauf si cela était requis par des considérations externes. Depuis la fin de février, la couronne était près de sa limite inférieure, mais sans qu'il soit nécessaire de procéder à des interventions. La situation a changé juste avant Pâques: malgré l'absence d'anticipations de réaligement, certains opérateurs ont décidé de modifier leurs positions, peut-être parce qu'ils étaient un peu inquiets dans la mesure où le marché danois était fermé pendant plus de jours que les autres places mais aussi parce que les opérations de couverture étaient peu coûteuses. En conséquence, la couronne a touché sa limite inférieure contre le deutsche mark et la Danmarks Nationalbank et la Deutsche Bundesbank ont dû vendre des deutsche marks et acheter des couronnes danoises pour un montant de près de 1 milliard de dollars en trois jours. Les experts de la "Surveillance" ont noté que ces interventions obligatoires se sont traduites par des ventes importantes de deutsche marks alors que la Bundesbank s'efforce normalement d'éviter de telles opérations quand le deutsche mark est faible internationalement. Les interventions n'ont heureusement duré que quelques jours; en outre, elles n'ont pas donné lieu à un financement à très court terme car la Danmarks Nationalbank a réglé immédiatement en utilisant ses avoirs en deutsche marks. Dès la réouverture des marchés après Pâques, la couronne danoise s'est éloignée de la limite inférieure et de nouvelles interventions n'ont pas été nécessaires. La banque centrale a toutefois resserré quelque peu sa politique durant les

jours suivants; ce resserrement modéré a entraîné une hausse de un demi-point des taux d'intérêt du marché monétaire.

Le franc français s'est très bien comporté; malgré une nouvelle réduction du différentiel de taux d'intérêt avec le deutsche mark, le cours de change s'est apprécié à tel point que la Banque de France a décidé de procéder à des interventions à l'achat. Les raisons de cette évolution sont les suivantes: très bons facteurs fondamentaux du point de vue de l'inflation, de l'emploi, etc., et également la réaction favorable du marché aux récentes mesures de libération des mouvements de capitaux.

La lire s'est raffermie début mars en raison de l'augmentation des taux d'intérêt. La Banca d'Italia a aussi procédé à des interventions substantielles à l'achat. Par la suite, les différentiels de taux d'intérêt se sont réduits et les interventions ont cessé. La situation reste toutefois calme.

La livre irlandaise s'est maintenue dans la partie supérieure de la bande du SME mais la Central Bank of Ireland a récemment effectué quelques interventions à la vente pour faire face à des sorties nettes de capitaux. Les facteurs fondamentaux restent très favorables en Irlande: faible hausse des prix, excédent des comptes courants et amélioration considérable du budget. Les différentiels de taux d'intérêt avec le deutsche mark sont cependant très réduits, inférieurs même à ceux existant en France.

La livre sterling a été relativement stable vis-à-vis du deutsche mark durant les dernières semaines. On espère toujours que l'activité économique commencera à se calmer mais cela n'est pas encore évident. La publication de chiffres du commerce extérieur plutôt mauvais a entraîné un affaiblissement de la livre auquel la Bank of England s'est opposée par des interventions importantes.

La peseta espagnole a connu une période relativement calme.

Au Portugal, la politique de dévaluation régulière de 1/4% par mois du taux de change effectif de l'escudo a été poursuivie. Le Banco de Portugal a récemment relevé de un point ses taux d'intérêt et augmenté les réserves obligatoires, en réponse à une accélération de l'inflation qui est supérieure à 10% depuis le début de l'année, et à une dégradation des comptes courants.

La drachme grecque a subi quelques tensions, essentiellement de nature saisonnière.

En ce qui concerne l'Ecu privé, il est à noter que la Banque de France a procédé, pour la première fois, à des interventions, pour des montants modérés, qui n'ont pas changé ses avoirs globaux en Ecus. Les

avoirs d'autres banques centrales ont continué à s'accroître, environ 1 milliard en mars, ce qui porte le chiffre total à 13 milliards d'Ecus. Ces achats ont été faits principalement par la Banca d'Italia, dans le cadre de l'augmentation générale de ses réserves, et à un degré moindre par la Bank of England.

B. Exposé de M. Papademos

Les Suppléants ont eu une discussion approfondie qui s'est concentrée sur deux points: une évaluation générale de l'évolution des taux de change et du processus d'ajustement, et l'évolution des situations et des politiques économiques dans quelques pays de la Communauté.

Certains Suppléants se sont déclaré satisfaits de la stabilité relative des taux de change nominaux. Même si le dollar s'est encore apprécié en mars, depuis plusieurs mois ses fluctuations par rapport aux principales monnaies sont restées relativement raisonnables. Cette évolution a été interprétée comme une illustration du succès de la coordination des politiques au plan international. Les interventions récentes de la Banque du Japon et le rôle plus actif de la "Fédérale" sur les marchés des changes ont mis en relief l'amélioration de cette coordination. Les variations de taux d'intérêt ont également été stabilisées et les augmentations concurrentielles ou surenchères de taux d'intérêt ont été évitées. Par ailleurs, le système monétaire européen a été à l'abri de tensions, à l'exception de l'accès de faiblesse de la couronne danoise qui a touché temporairement sa limite inférieure dans la bande.

Plusieurs Suppléants ont souligné, cependant, qu'il ne faut pas trop s'attacher à la stabilité relative des taux de change nominaux. Les taux de change réels, qui sont plus importants pour le processus d'ajustement international, ont évolué dans la mauvaise direction et le processus d'ajustement ne s'est pas simplement interrompu mais a été inversé. Ainsi, pendant le premier trimestre de cette année, le deutsche mark et le yen japonais ont continué de se déprécier en termes réels vis-à-vis du dollar et l'excédent des comptes courants de l'Allemagne s'est encore accru.

Trois interprétations peuvent être avancées en ce qui concerne les déséquilibres des comptes courants. En premier lieu, ces déséquilibres sont soutenables à moyen terme et donc ils ne devraient pas être un sujet de préoccupation. En deuxième lieu, les marchés pourraient estimer, à un moment donné, que les politiques menées sont inadéquates et que les déséquilibres sont insoutenables, une crise pourrait alors éclater. Enfin,

une troisième opinion soutient que les déséquilibres extérieurs ont atteint des niveaux insoutenables exigeant des mesures actives pour corriger la situation. Il serait nécessaire en particulier de changer le dosage des politiques dans plusieurs pays, et spécialement aux Etats-Unis. Dans nombre de cas, la politique monétaire n'a pas été soutenue de façon adéquate par la politique budgétaire. En conséquence, le niveau des taux d'intérêt a été plus élevé qu'il aurait été autrement et a conduit à une appréciation réelle des monnaies et à une accentuation des déséquilibres externes. La situation a été plus aiguë aux Etats-Unis car, même si le déficit budgétaire en termes de pourcentage du PIB n'est pas très élevé, le taux d'épargne privée est bas et n'a pas été suffisant pour financer le déficit public et les investissements.

Les Suppléants ont relevé les points ci-après en ce qui concerne l'évolution des situations et des politiques économiques dans certains pays de la Communauté.

Au Royaume-Uni, l'augmentation importante des taux d'intérêt opérée en 1988 devrait finir par ralentir la demande intérieure. La Bank of England s'opposera aux pressions à la baisse de la livre et maintiendra sa politique anti-inflationniste.

La situation économique de la France a continué de s'améliorer et les autorités françaises sont déterminées à consolider les résultats.

Au Danemark, la banque centrale a resserré sa politique monétaire quand la couronne danoise a subi des pressions croissantes autour de Pâques et s'est échangée à son cours limite inférieur ou près de celui-ci. Les autorités avaient été jusqu'alors réticentes pour relever les taux d'intérêt étant donné que, pour la troisième année consécutive, la croissance économique est virtuellement nulle. Le fait d'avoir laissé la couronne danoise fluctuer près de sa limite inférieure sans provoquer un réalignment de parités a aidé à dédramatiser la chute du cours de change. Les autorités ont réaffirmé leur intention de ne pas corriger les déséquilibres avec un réalignment mais au moyen de mesures de politique interne, lesquelles toutefois n'exercent leur impact sur l'économie qu'avec des délais considérables.

L'économie italienne continue d'enregistrer une croissance rapide alimentée par des déficits budgétaires et le "boom" des investissements. Le degré d'utilisation des capacités a atteint les niveaux les plus élevés et le chômage est en baisse. La situation économique entraîne une charge excessive sur la politique monétaire même si quelques progrès ont été réalisés dans la réduction des déficits budgétaires. La politique monétaire a été restrictive, marquée notamment par les taux d'intérêt internes en augmentation,

qui ont suscité des entrées de capitaux et un raffermissement de la lire. Toutefois, les emprunts à l'étranger par des résidents italiens, qui ont été ainsi induits, ont mis en péril les efforts pour contenir l'expansion du crédit et, partant, la demande interne globale. Il a été souligné que l'Italie se trouve dans une phase cyclique différente par rapport à d'autres pays européens et que les autorités monétaires italiennes sont confrontées à une situation difficile. La question a été soulevée de savoir si d'autres pays pourraient apporter un soutien dans le cadre d'une coordination plus étroite des politiques.

Au Portugal, la croissance du PIB est forte, environ 4% en 1988, mais le taux d'inflation a récemment retrouvé deux chiffres et le déficit des comptes courants s'est aggravé malgré l'accroissement des réserves officielles. Les autorités monétaires ont récemment pris plusieurs mesures pour contrôler l'expansion du crédit et de la monnaie et les taux d'intérêt ont augmenté. L'efficacité des mesures de politique monétaire serait toutefois accrue si la politique budgétaire apportait son soutien à l'effort anti-inflationniste.

En Irlande, un consensus politique très fort en faveur d'une réduction des déficits publics s'est traduit par une diminution du besoin d'emprunt du secteur public de 13% du PIB, il y a deux ans, à 5% cette année. En outre, l'inflation a été ramenée à un taux annuel de 2% et le compte courant est en excédent. La confiance dans la stabilité de l'économie et des taux de change a entraîné des entrées de capitaux importantes. Les taux d'intérêt internes sont inférieurs à ceux du Royaume-Uni, contrairement à l'idée qu'ils devraient être de deux points supérieurs aux taux britanniques.

En Espagne, l'inflation s'accélère tandis que la croissance de l'économie est rapide. Les récentes mesures de politique monétaire devraient ralentir la croissance et refréner les pressions inflationnistes. Il est probable, cependant, que la politique budgétaire ne soutienne pas l'effort anti-inflationniste, le déficit budgétaire pour 1989 étant projeté à un niveau identique, en termes de PIB, à celui de 1988.

La discussion des Suppléments a permis de dégager une conclusion générale, à savoir que, même si la coordination internationale des politiques monétaires s'est améliorée, il reste encore de sérieux problèmes, dans plusieurs pays, en ce qui concerne la coordination entre les politiques monétaires et budgétaires.

C. Discussion du Comité

M. Moreira présente quelques remarques sur la situation au Portugal et les mesures prises récemment; celles-ci visent à freiner l'accélération de l'inflation provoquée essentiellement par la pression de la demande interne. L'indice des prix à la consommation a augmenté, en rythme annuel, de plus de 12% en janvier et février au lieu de 9% un an auparavant. En raison de l'accroissement du déficit commercial, le compte courant s'est détérioré; il s'est soldé en 1988 par un déficit de \$600 millions, soit 1,5% du PIB; les exportations ont bien progressé de 7% en termes réels mais les importations se sont accrues de 17%.

Les mesures prises concernent principalement un relèvement de un point, de 13,5 à 14,5%, du taux d'escompte et un accroissement important des coefficients de réserves obligatoires; le nouveau taux de 17% est imposé désormais à toutes les catégories de dépôts. Ce changement dans les réserves obligatoires devrait absorber une part importante des liquidités détenues par les banques. D'autre part, le gouvernement s'est engagé à réduire rapidement l'endettement extérieur par des remboursements anticipés qui atteindraient \$700 millions en 1989. Les entrées de capitaux à moyen et à long terme, qui se poursuivent et qui ont dépassé \$2 milliards en 1988, rendent possibles les remboursements. Ces derniers seront réalisés au moyen de l'émission de titres destinés au secteur non bancaire et l'annonce de cette mesure a déjà eu un effet sur les taux d'intérêt du marché. Les taux débiteurs des banques se situent actuellement autour de 20% au lieu d'un niveau-plafond de 17% il y a six mois.

L'ensemble de ces mesures monétaires devrait modérer la demande interne mais il n'y aura pas de contribution significative du côté du budget.

M. Pöhl présente quelques observations sur les déséquilibres des balances commerciales. S'il est vrai que les Etats-Unis devraient prendre des mesures correctives, il ne faut pas se limiter à ce pays et au Japon. Les relations commerciales au sein de la CEE sont également importantes. Ainsi, comme on vient de le dire, l'excédent commercial global allemand est en augmentation et, en 1988, cet excédent n'a diminué qu'avec deux pays, les Etats-Unis et le Danemark. Avec le premier, l'excédent a baissé de plus de DM 7 milliards et on pourrait donc dire que le processus d'ajustement bilatéral Etats-Unis/Allemagne est en bonne voie, ce qui semble vrai aussi entre la CEE dans son ensemble et les Etats-Unis; le problème pour ces derniers est surtout avec le Japon et d'autres pays d'Asie. A l'intérieur de l'Europe, les déséquilibres tendent à s'aggraver et il est à noter, par

exemple, que les excédents allemands ont particulièrement augmenté à l'égard des pays qui ont une inflation élevée, comme le Royaume-Uni, l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Ainsi, les exportations allemandes vers les trois premiers pays ont progressé respectivement de 13%, 20% et 24% en 1988. Le Danemark est le seul pays communautaire vis-à-vis duquel l'excédent allemand s'est contracté et cela est lié à la politique restrictive ou d'équilibre que ce pays a menée.

Il faut toutefois être précis et attentif quand on parle de réduire les déséquilibres, car si on le fait avec de mauvaises mesures on risque d'aggraver la situation et d'alimenter l'inflation. Dans le cas, par exemple de l'Espagne, du Portugal et peut-être d'autres pays, il est normal d'avoir pendant un certain temps des déficits commerciaux afin de développer les investissements et d'améliorer les conditions de croissance économique à plus long terme. Les importations de biens d'équipement sont nécessaires et ne soulèvent pas de problèmes si elles sont financées par des mouvements de capitaux spontanés en provenance de pays excédentaires plutôt que par des interventions sur les marchés des changes. Il ne faut pas donner l'impression que la politique économique optimale dans la Communauté consisterait à avoir des comptes courants ou commerciaux tous équilibrés bilatéralement. Cela serait absurde étant donné les différences de développement à l'intérieur de la CEE et il est normal que les pays qui ont une faible expansion interne et un taux d'épargne élevé exportent vers des régions européennes qui n'ont pas les mêmes conditions. Le problème est évidemment très différent en ce qui concerne les Etats-Unis où le déficit commercial est intenable à la longue et de ce fait très inquiétant.

L'utilisation du taux de change comme instrument d'ajustement est considérée comme de moins en moins appropriée, ce qui est une manière concrète d'avancer vers une union monétaire. Les marchés ont de plus en plus pris conscience de cela mais la stabilité des taux de change comporte un prix élevé. En effet, les pays qui ont dévalué leurs monnaies dans le passé doivent en général maintenir des différentiels de taux d'intérêt importants avec le deutsche mark car les marchés pensent que des dévaluations pourraient encore intervenir. Il est intéressant toutefois de relever que les différentiels de taux d'intérêt se sont amenuisés, par exemple de 6 points pour le Danemark il y a deux ans à 1 point et demi maintenant. Avec la France, le différentiel est passé de trois points à deux et demi, ce qui est peut-être encore trop élevé.

M. Leigh-Pemberton indique que, comme M. Moreira, il estime que l'amélioration de la balance commerciale doit venir principalement d'une

modération de la demande interne; en 1988, celle-ci a augmenté d'environ 11% au Royaume-Uni au lieu de 4% pour l'offre. Les importations considérables ont peut-être atténuées un peu les tensions inflationnistes mais leur réduction est nécessaire pour rétablir une meilleure situation de la balance commerciale. La Bank of England est en effet opposée à une dévaluation de la livre sterling pour corriger le déséquilibre, l'expérience a montré que ce n'est pas la bonne recette et que l'effet immédiat est un surcroît d'inflation. Il est à noter que l'augmentation des importations britanniques est fortement imputable aux biens d'équipement et aux produits manufacturés. Dans le premier cas, cela est propice à l'accroissement de l'offre et de la performance ultérieure en matière d'exportation. Dans le second cas, c'est moins positif dans la mesure où il s'agit de satisfaire la forte demande interne. On peut toutefois se demander si le rétablissement de la situation dans les pays déficitaires ne créerait pas, peut-être bientôt, des problèmes pour la croissance de l'économie allemande et même pour la Communauté dans son ensemble.

M. Pöhl considère qu'effectivement l'économie allemande serait très touchée par un rétablissement des déséquilibres chez les partenaires car elle est très orientée vers les exportations. Il faut préciser cependant que l'excédent du compte courant est bien inférieur à l'excédent commercial du fait de l'énorme déficit de la balance des services lié aux transferts nets à la Communauté et aux dépenses des touristes allemands à l'étranger. Par ailleurs, il est normal et souhaitable qu'un pays comme l'Allemagne avec sa démographie, son niveau de vie et d'épargne élevés soit exportateur net de capitaux vers des zones qui en ont besoin non seulement dans le Tiers Monde mais aussi dans des pays européens à potentiel de croissance plus élevé comme l'Europe méridionale. Toutefois, si l'Allemagne doit avoir un excédent courant, celui-ci est actuellement trop élevé. L'idée qu'on pourrait le réduire par une demande interne plus forte est problématique, voire peu souhaitable pour l'Europe. En effet, si l'Allemagne utilisait son épargne importante pour accroître l'investissement, la consommation et la croissance économique, l'écart entre les pays ou régions dans la CEE se creuserait. L'idéal serait d'avoir des mouvements de capitaux en termes réels des régions riches vers les plus pauvres afin d'égaliser les degrés de développement. Il ne faut pas arriver en Europe à la situation absurde des Etats-Unis, pays le plus riche du monde, qui est devenu depuis des années importateur net de capitaux en provenance même de pays en développement.

M. Hoffmeyer indique que lorsque la Deutsche Bundesbank a relevé son taux d'escompte en janvier, il a essayé, sans beaucoup de succès, de contacter ses collègues et a espéré que les membres du mécanisme de change

ne suivraient pas automatiquement l'initiative allemande. Le Danemark s'est finalement retrouvé seul dans sa position à ne pas augmenter les taux d'intérêt. Cette expérience illustre la possibilité d'une certaine indépendance dans la politique de taux d'intérêt lorsque les facteurs économiques internes militent contre un relèvement des taux d'intérêt; en outre, elle a montré, d'une part, que même si la couronne danoise a touché son cours limite inférieur, la spéculation n'a pas fait rage, d'autre part, que le différentiel de taux d'intérêt a dû être corrigé peu après, ce qui indique les limites de l'indépendance et signifie que la prochaine fois, s'il y a une prochaine fois, le Danemark devra probablement suivre les mesures prises par l'Allemagne et les autres partenaires et ne pas rester isolé.

M. de Larosière présente quelques observations. Le taux de change n'est plus considéré actuellement comme le mécanisme d'ajustement optimal du fait notamment que tous les pays se trouvent dans une situation caractérisée par un degré élevé d'utilisation des capacités et certains risques de tensions inflationnistes. En laissant sa monnaie se déprécier, un pays ayant un déficit commercial provoquerait une remontée de l'inflation mais pas une augmentation des exportations à cause des contraintes du côté de l'offre. L'ajustement doit donc être considéré à partir des facteurs fondamentaux de l'économie. Cela est vrai pour les pays excédentaires qui doivent examiner les imperfections ou problèmes structurels de leurs économies. Cela est également vrai pour les pays déficitaires qui devraient traiter les raisons d'un taux d'absorption excessif. Il ne faut pas être trop mécaniste et exiger que toutes les balances commerciales ou courantes soient parfaitement équilibrées mais il faut essayer de coordonner les facteurs fondamentaux dans le cadre de l'économie internationale en vue de soutenir la croissance sans céder aux pressions inflationnistes. Il s'agit d'accomplir une tâche difficile et d'abandonner la vieille idée selon laquelle, en cas de déséquilibre des comptes courants, il n'y a qu'à modifier le taux de change.

Il serait souhaitable, bien sûr, que les États-Unis soient exportateurs nets de capitaux, notamment vers les pays du Tiers Monde. Toutefois, ceux-ci n'ont pas, aujourd'hui, la capacité financière pour absorber ces capitaux. D'autre part, les autres pays de l'OCDE ont un taux d'épargne plus élevé que celui des États-Unis, ce qui conduit à deux conclusions:

- soit on a un système international plus équilibré avec une moindre importation de capitaux par les États-Unis mais, dans la mesure où les pays en développement ne peuvent pas accroître leur capacité d'absorption et où le Japon et d'autres pays riches sont générateurs

d'épargne, l'équilibre ne peut s'établir qu'à un niveau d'activité plus faible;

- soit le déficit américain élevé est financé parce qu'il existe d'importantes possibilités d'investissement aux Etats-Unis qui poussent les investisseurs étrangers à placer leurs capitaux sur ce marché.

Le Président souligne, en clôturant la discussion du Comité, que des remarques très intéressantes ont été faites sur un certain nombre de points-clés de la situation actuelle.

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 mars et des premiers jours d'avril 1989

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. Perspectives à plus long terme des changements dans la structure des taux de change sur la base d'un bref exposé de M. Bockelmann

Le Président informe le Comité que, par manque de temps, les Suppléants n'ont pas abordé ce point de l'ordre du jour; il propose de renvoyer ce point à la prochaine séance et de passer au point suivant qui a été discuté par les Suppléants.

V. Organisation de la compensation d'Ecus: Critères d'élargissement

A. Exposé de M. Papademos

A la suite d'une présentation détaillée de M. Gros, les Suppléants ont eu une discussion approfondie de l'élargissement du système de compensation de l'Ecu privé; ils sont convaincus que ce système devrait évoluer selon des critères tant commerciaux que prudentiels et ne pas être bloqué par quelques institutions désirant préserver des positions apparemment privilégiées. Les Suppléants, cependant, n'ont pas pu achever leur discussion sur un certain nombre de points et ont estimé préférable de revenir sur

cette question à la réunion de mai, en vue de rendre compte au Comité des Gouverneurs à ce moment-là.

B. Discussion du Comité

M. de Larosière indique que les idées doivent être parfaitement claires dans ce domaine. Le système de compensation de l'Ecu doit évoluer et s'élargir selon la voie mentionnée par M. Papademos. Il y a souvent une tendance, dans les groupes professionnels, à faire du corporatisme anti-concurrentiel et à se protéger. Le devoir des Gouverneurs est précisément de ne pas protéger des groupes qui veulent établir des chasses gardées et, au contraire, de permettre l'évolution et l'ouverture du système. Il existe par exemple en France de grandes banques internationales telles que le Crédit Commercial de France, la Banque Indosuez et la Caisse Centrale des banques populaires, qui sont parfaitement implantées et qui n'obtiennent pas leur admission comme banques de compensation. Cette situation n'est pas acceptable. Les banques centrales et la BRI doivent oeuvrer pour s'opposer à un mouvement qui bloquerait l'évolution et l'ouverture du système de compensation.

M. Duisenberg partage entièrement l'avis exprimé par M. de Larosière.

M. Leigh-Pemberton indique que les Gouverneurs doivent effectivement soutenir les principes d'évolution et d'ouverture du système de compensation qui ont été rappelés et qu'il serait souhaitable de faire connaître ce soutien. La distribution actuelle des banques dans le système n'est pas bonne. Il est important, pour le développement de l'usage de l'Ecu, que le système de compensation fonctionne et évolue de manière satisfaisante et que la répartition géographique soit meilleure.

M. Pöhl exprime son accord avec les propos de M. de Larosière et des autres intervenants. Les banques centrales ont apporté à l'origine leur appui à la BRI et à ce système et elles doivent continuer à le faire. Toutefois, il faut rappeler que ni la BRI, ni les banques centrales n'accepteront de prendre une responsabilité de prêteur en dernier ressort. Il s'agit d'un principe fondamental qui a été établi en 1983, lorsque les Gouverneurs ont évoqué pour la première fois le système de compensation de l'Ecu et qui doit rester à la base de ce système.

M. Rubio exprime également son accord complet avec les remarques de M. de Larosière.

Le Président conclut l'échange de vues en rappelant que cette question importante du système de compensation de l'Ecu sera reprise à la séance de mai après un examen complémentaire par les Suppléants.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

Le Président propose que la prochaine séance du Comité ait lieu le mardi 9 mai 1989 à 9 heures 30; il rappelle que le Conseil d'administration de la BRI a décidé de tenir dorénavant ses séances à 9 heures au lieu de 9 heures 30 dans le passé. Le Comité pourrait donc désormais se réunir chaque mois à 9 heures 30 au lieu de 10 heures, ce qui donnerait plus de temps pour les discussions.

Le Président constate l'accord du Comité sur ce nouvel horaire.

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

MARS 1989

Le présent rapport retrace l'évolution du marché des changes durant le mois de mars et les premiers jours d'avril 1989, et décrit brièvement les interventions effectuées au cours de cette période par les banques centrales participant à la concertation¹.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En mars 1989, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- vive appréciation du dollar EU vis-à-vis de la plupart des autres monnaies, malgré plusieurs séries d'interventions concertées des banques centrales;
- au sein du SME, une appréciation sensible du franc français et une faiblesse persistante de la couronne danoise;
- affaiblissement important du franc suisse.

Le dollar EU a été soumis à des pressions à la hausse, enregistrant en fin de mois une progression de plus de 4 1/2% par rapport au yen japonais et de 4% envers le deutsche mark. Ces pressions se sont intensifiées en cours de mois lorsque les opérateurs se sont persuadé, devant la montée

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

continue des prix dans l'économie américaine, que les écarts de taux d'intérêt demeureraient favorables aux placements en dollars. D'autres facteurs, et en particulier le relèvement des prix pétroliers et la demande de fin de trimestre de dollars, ont également conforté la monnaie américaine. Les autorités monétaires des Etats-Unis sont intervenues au cours du mois, parfois en concertation avec certaines banques centrales européennes, pour freiner la hausse du dollar; ce dernier a enregistré en fin de mois son niveau le plus élevé de l'année par rapport au yen (132,80) et au deutsche mark (1,8975).

Au sein du SME, la bande étroite s'est temporairement étendue à toute sa largeur lorsque la couronne danoise a touché sa limite inférieure vis-à-vis du mark allemand. Pour la première fois depuis janvier 1987, des interventions aux marges ont eu lieu. Durant tout le mois, le franc français s'est sensiblement renforcé.

Le deutsche mark s'est affaibli envers la plupart des monnaies cotées officiellement à Francfort, du fait que les sorties de capitaux à court et à long terme, liées en grande partie à des considérations de taux d'intérêt, demeureraient en général supérieures aux excédents élevés, voire croissants, de la balance des paiements courants. Son indice pondéré par rapport aux quatorze principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne (1972 = 100) a reculé de 169,1 fin février, à 168,0 à fin mars.

Le franc français s'est sensiblement raffermi et a retrouvé ses niveaux de milieu de 1988. En début de période, l'annonce officielle d'un nouvel assouplissement d'un contrôle des changes a été très favorablement accueillie par les marchés. Par la suite, la publication de bons résultats économiques a encore renforcé la position du franc, qui a bénéficié de dégagements substantiels notamment contre deutsche marks.

Au cours de la période sous revue, le franc belge a fait preuve d'une très grande stabilité. La bonne tenue du franc a autorisé une légère baisse des taux à court terme et de modestes acquisitions de devises.

Le florin néerlandais s'est maintenu dans la partie supérieure de la bande du SME, ne s'appréciant que légèrement envers le deutsche mark.

La couronne danoise a continué de s'affaiblir, et peu de temps avant les congés de Pâques, elle a touché temporairement le plancher de la bande du SME, malgré les interventions de soutien importantes dont elle a bénéficié. La Danmarks Nationalbank a restreint, le 30 mars, les facilités d'emprunt des banques privées, ce qui a conduit à une hausse d'environ 0,5% des taux du marché monétaire. La couronne s'est quelque peu raffermie par la suite.

Après avoir subi une légère pression à la baisse début mars, la livre irlandaise s'est appréciée dans la moitié supérieure de la bande du SME pendant la plus grande partie du mois. Vers la fin mars, la banque centrale a réagi aux sorties de nature commerciale par des ventes de devises et en autorisant un repli de la livre irlandaise dans la bande du SME.

Après le relèvement du taux d'escompte de un point à 13,5%, opéré le 6 mars, la lire italienne s'est raffermie jusqu'à un niveau situé à l'intérieur de la bande étroite du SME. Les entrées de capitaux à court terme se sont poursuivies durant la période sous revue et d'importants achats de deutsche marks ont été effectués par la Banca d'Italia pour atténuer l'appréciation de la lire.

La livre sterling a été soumise à des pressions à la baisse au début du mois de mars à la suite de la publication de chiffres plus défavorables que prévu du commerce extérieur pour janvier et en présence de craintes d'un relèvement des taux d'intérêt dans d'autres pays européens. Elle a été soutenue à ce moment-là par quelques interventions, puis elle s'est redressée, en particulier à la suite de la présentation du budget par le Chancelier. Après Pâques cependant, le sentiment a de nouveau été défavorable à la livre et, malgré le soutien officiel, elle s'est fortement repliée en liaison avec la publication, le 29 mars, des chiffres du commerce extérieur de février. L'indice pondéré de la livre a diminué de 0,3%, à 95,5 (1985 = 100).

La drachme grecque a été soumise à de légères pressions, en raison probablement du rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt. Elle s'est dépréciée de 3,9% et de 0,8% envers le dollar EU et l'Ecu respectivement, et de 0,9% en termes effectifs.

La peseta espagnole s'est légèrement redressée à l'égard de la plupart des monnaies au début du mois, sous l'effet du relèvement du taux d'intervention de l'argent au jour le jour à 13,75% le 3 mars et du taux des pensions à trois mois à 13,25% le 6 mars. Pendant le reste de la période, la peseta a affiché une stabilité remarquable, en dépit d'une nouvelle augmentation du taux des pensions à trois mois, à 13,35% le 14 mars. Au total, la peseta enregistrait en fin de mois une hausse de 0,3% par rapport à l'Ecu et une baisse de 2,9% envers le dollar EU.

Conformément aux objectifs définis par les autorités, l'escudo portugais s'est déprécié de 0,25% en termes effectifs; il a perdu 3,1% envers le dollar EU. A partir du 20 mars, le taux d'escompte du Banco de Portugal a été relevé de 1 point, à 14,5%, et le montant des réserves obligatoires a été augmenté, afin de combattre les pressions inflationnistes et de modérer la croissance excessive de la demande interne.

Le franc suisse a été soumis à des pressions à la baisse et s'est déprécié de 6,0% à l'égard du dollar EU et d'un peu moins de 3% envers la plupart des autres monnaies. L'indice pondéré a enregistré en fin de mois une baisse de 3,2% par rapport au niveau atteint un mois auparavant. Les taux d'intérêt sur le marché monétaire interne se sont stabilisés à un niveau relativement élevé.

Le schilling autrichien s'est déprécié de 3,5% vis-à-vis du dollar EU. Par rapport au deutsche mark, il n'a varié que de 0,03%. Avec effet au 2 mars, le taux des opérations d'open market à court terme a été relevé de 5,25% à 5,75%.

La couronne norvégienne a fluctué dans une marge relativement étroite autour de la valeur centrale de l'indice et a terminé le mois à un niveau inchangé en termes effectifs.

La couronne suédoise a fait preuve de stabilité dans la partie supérieure de la bande de l'indice, en raison du relèvement des taux d'intérêt internes. La Sveriges Riksbank a absorbé de légères entrées, principalement début mars, mais également le dernier jour du mois, lorsque les rumeurs de réévaluation se sont traduites par un important afflux de devises.

Le mark finlandais s'est apprécié en termes effectifs de 3,3% après la réduction de 4% le 17 mars des marges de fluctuation de l'indice. Ainsi, les taux d'intérêt à court terme ont pu être augmentés de plus de 2 points.

Le yen japonais a reculé de 4,0% envers le dollar EU, du fait surtout du relèvement des prix pétroliers et d'importants écarts de taux d'intérêt entre le Japon et les Etats-Unis. Le yen a également enregistré une légère baisse envers l'Ecu.

Le dollar canadien s'est raffermi de 0,5% envers le dollar EU, pour s'établir à \$EU 0,8386 en fin de mois. Au cours de cette période, la monnaie canadienne a été confortée par le raffermissement des taux d'intérêt internes, l'attente de la poursuite du resserrement de la politique monétaire pour combattre la montée des pressions inflationnistes et l'annonce d'un élargissement de l'excédent commercial en janvier. Une progression ultérieure ne s'est toutefois pas produite en raison de l'attitude prudente des opérateurs avant la présentation du budget fédéral à la fin du mois d'avril.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Les ventes nettes de dollars EU se sont élevées à \$EU 4,4 milliards, contre \$EU 3,3 milliards en février. Une part importante des ventes, dont près de la moitié a été effectuée contre des deutsche marks, a pris la forme d'interventions concertées. La Federal Reserve Bank of New York, la Bank of England, la Finlands Bank et la Central Bank of Ireland ont été les principaux vendeurs alors que les plus gros acheteurs ont été le Banco de Portugal et la Sveriges Riksbank.

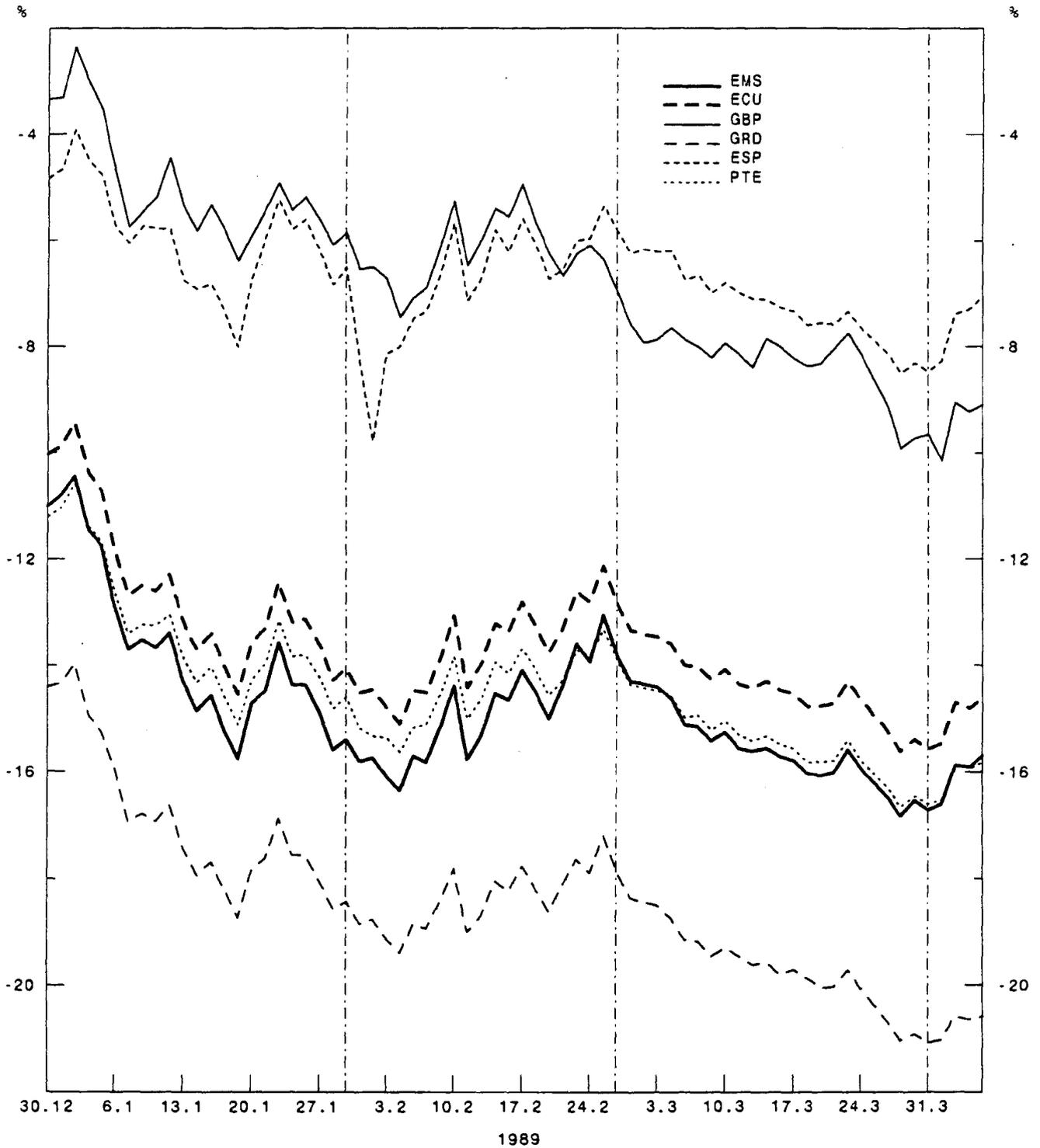
b) Interventions en monnaies communautaires et en Ecus privés

Les interventions réalisées en monnaies du SME par les banques centrales de la Communauté ont atteint l'équivalent de \$EU 2,9 milliards, au lieu de \$EU 1,9 milliard en février 1989. Tandis que la plus grosse partie des interventions a consisté en des achats intramarginaux de deutsche marks avec, comme principaux acheteurs, la Banca d'Italia et la Banque de France, il a également été procédé à d'importantes cessions de deutsche marks aux limites par la Danmarks Nationalbank. La Sveriges Riksbank a effectué également quelques achats de deutsche marks.

III. EVOLUTION JUSQU'AU 7 AVRIL

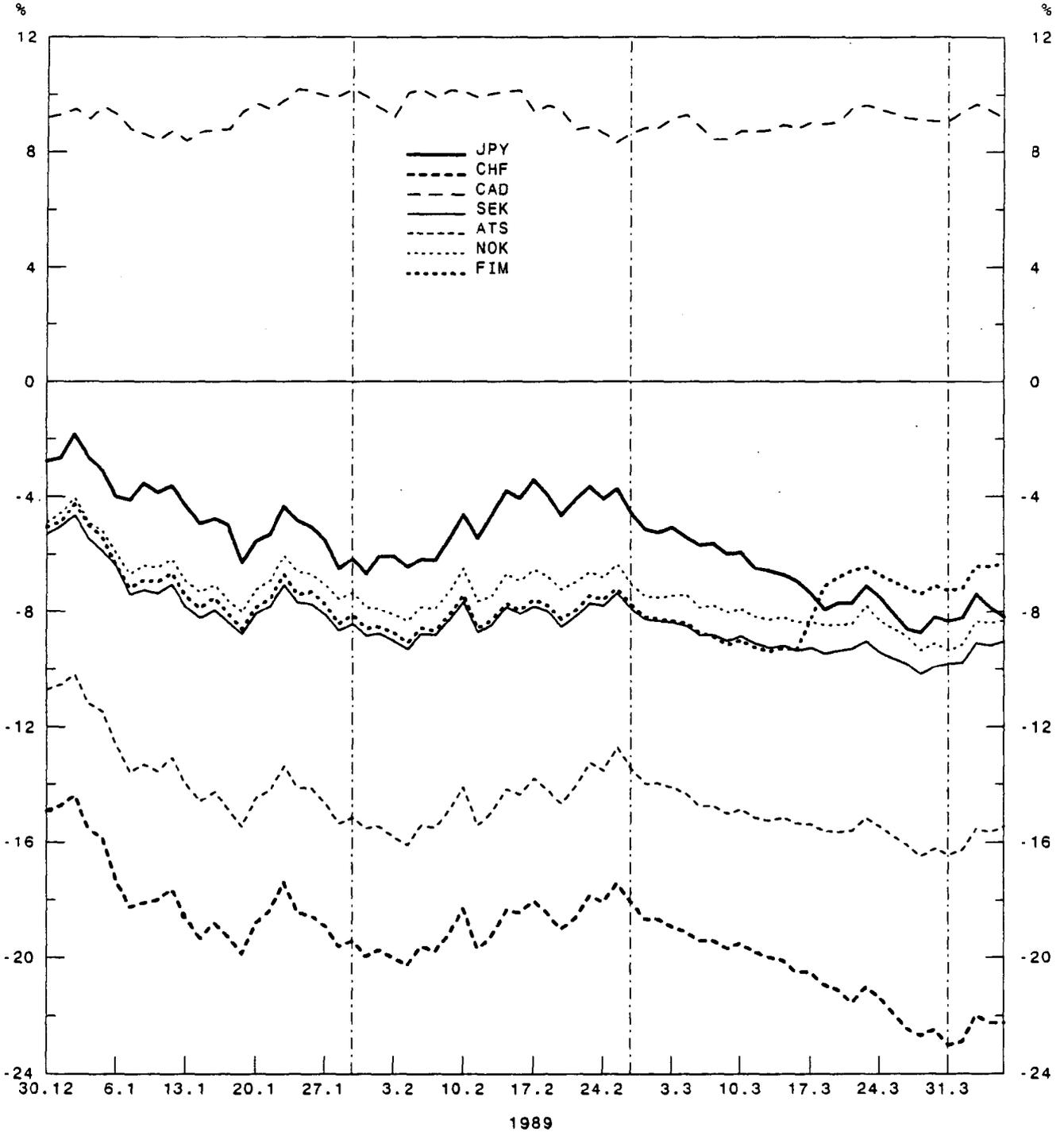
Le dollar s'est replié début avril à la suite de la réunion du G7 et des interventions de la Banque du Japon qui s'ensuivirent. La publication, le 7 avril, du chiffre de l'emploi en mars n'a guère affecté la monnaie américaine.

EVOLUTION OF THE ECU, THE MIDDLE RATE OF THE CURRENCIES PARTICIPATING IN THE EXCHANGE RATE MECHANISM OF THE EMS, AND THE CURRENCIES OF THE EEC CENTRAL BANKS WHICH DO NOT PARTICIPATE IN THAT MECHANISM, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



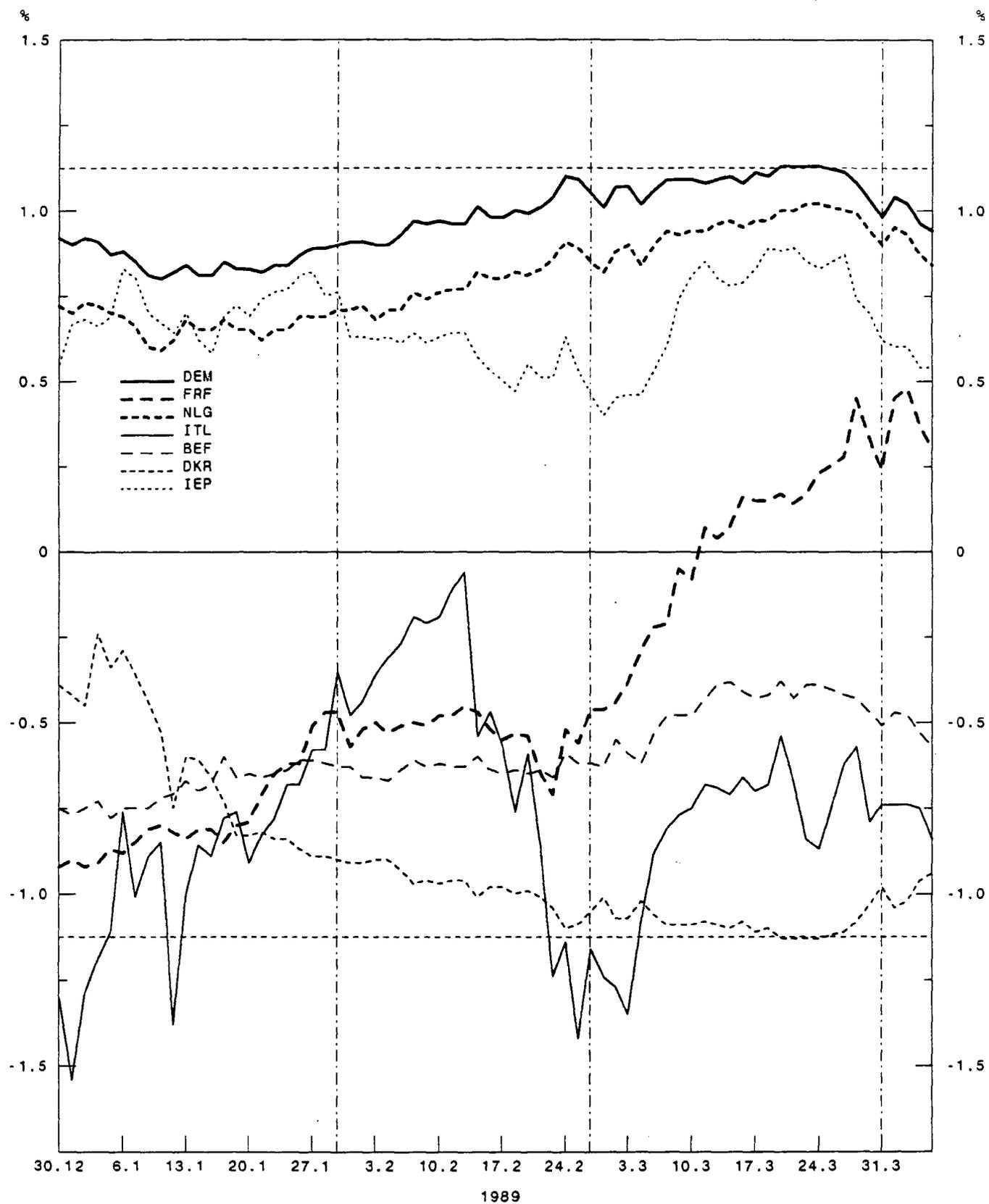
* See next page.

EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



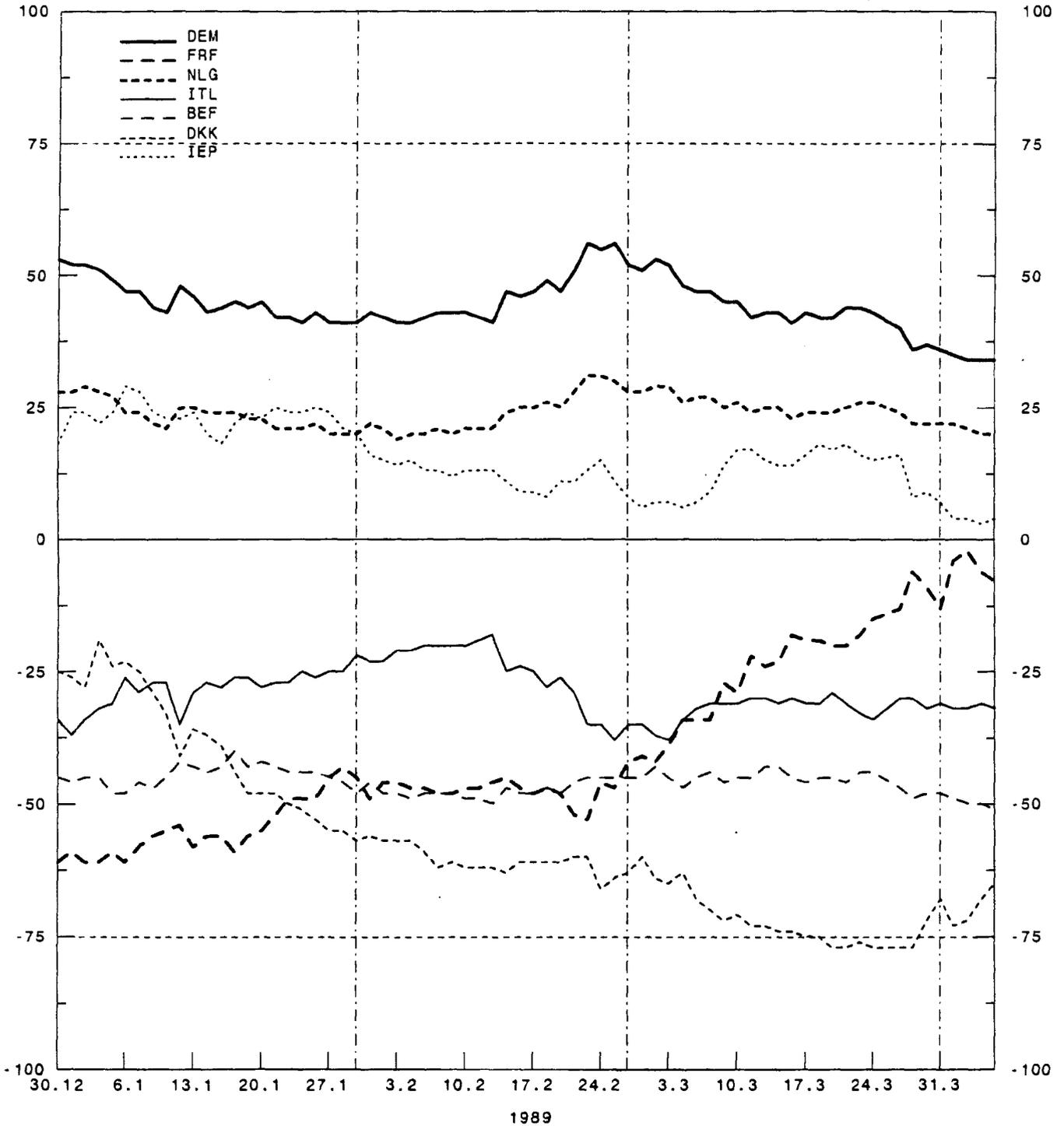
* ECU 0,767254; GBP 0,5346; GRD 126,2002; ESP 107,8498; PTE 130,0242; FIM 3,945; CAD 1,302; CHF 1,2775; JPY 121,4501; SEK 5,795; NOK 6,233; ATS 11,129; middle rate of the currencies participating in the EMS 0,77324. The middle rate of the currencies participating in the EMS represents the daily average of the exchange rates of those two currencies which have the largest divergence from their current bilateral central rates, with a maximum fluctuation of 2.25%.

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID



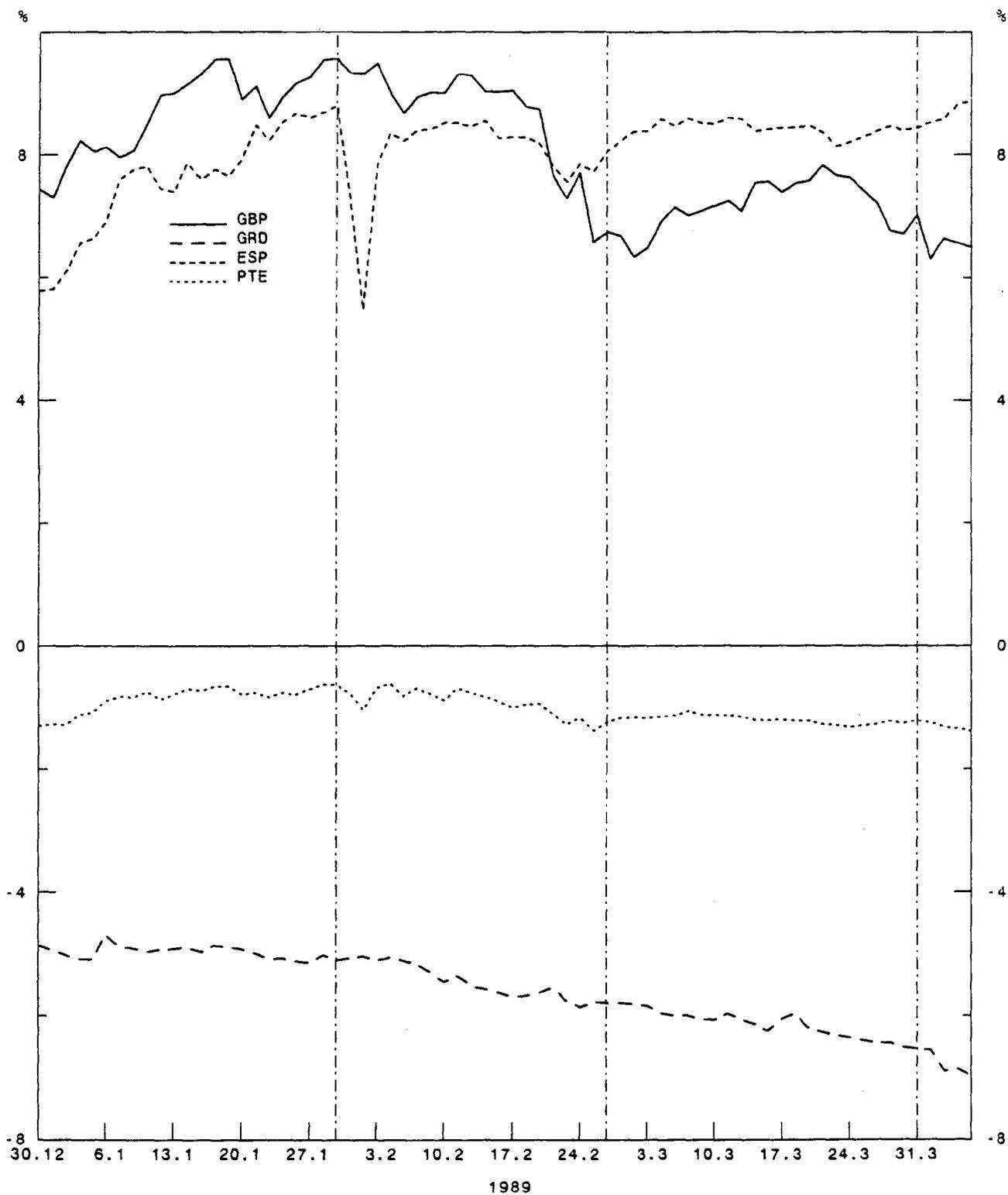
7.4.1989

EVOLUTION OF THE DIVERGENCE INDICATOR*



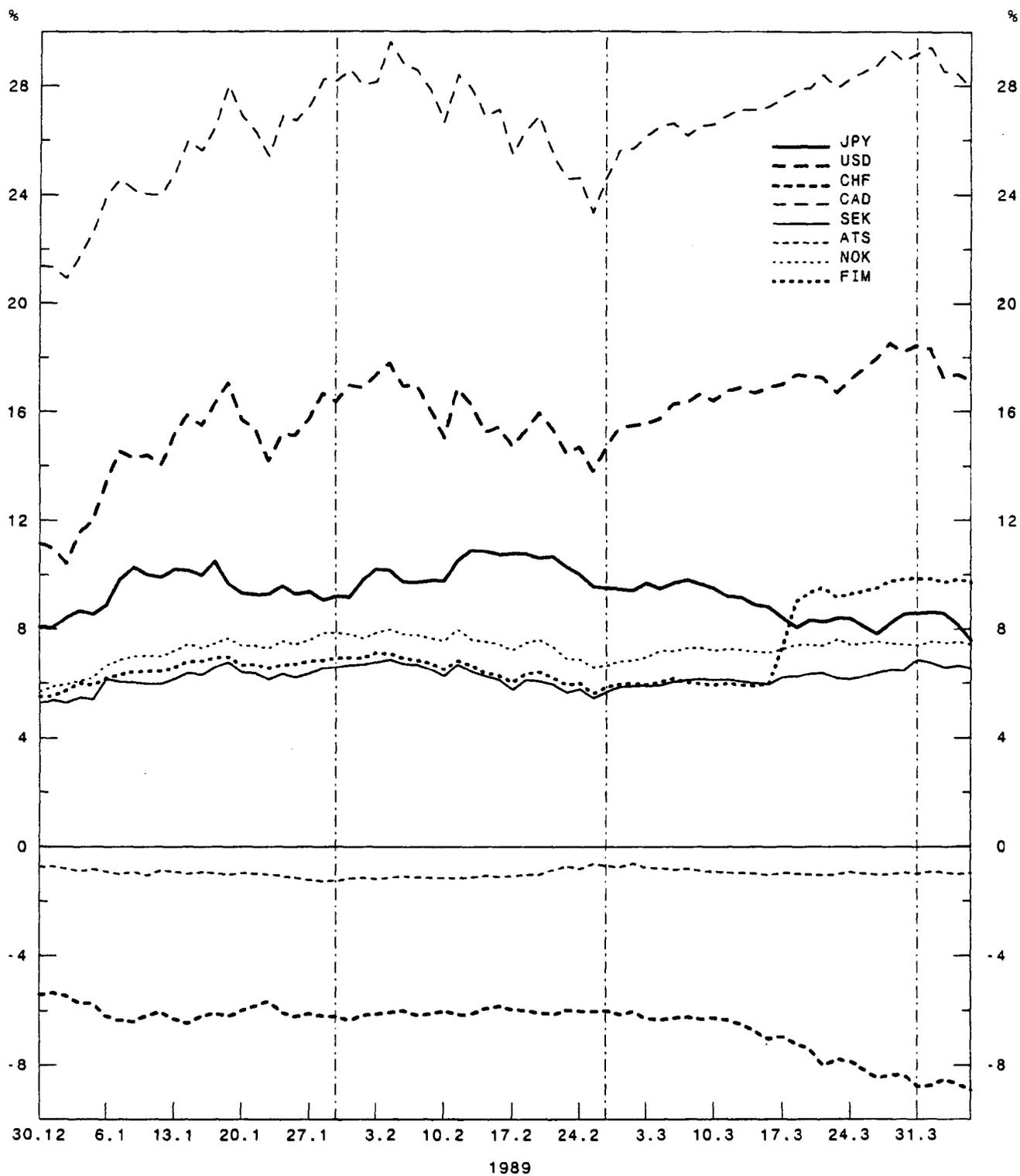
* The divergence indicator provides a uniform measure of a currency's position in relation to its ECU central rate. The maximum divergence spread is the maximum percentage by which a currency's market rate against the ECU may appreciate or depreciate in relation to its ECU central rate; it is expressed as +/-100, the divergence threshold being +/-75. The data which has been used to draw this graph are the ECU rates against the different currencies, adjusted to eliminate the effect of the fluctuation of the Italian lira, the pound sterling and the Greek drachma outside the 2.5% margin against the other currencies participating in the EMS.

EVOLUTION OF THE POUND STERLING, THE GREEK DRACHMA, THE SPANISH PESETA AND THE PORTUGUESE ESCUDO, ON THE BASIS OF THE MARKET RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*



* GBP 0,696793; GRD 164,483; ESP 140,566; PTE 169,467.

EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*



* USD 1,30335; CAD 1,69696; CHF 1,66503; JPY 158,292; SEK 7,55292; NOK 8,12378; ATS 14,5050; FIM 5,14172.

7.4.1989