

PROCES-VERBAL*
DE LA 229e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 8 NOVEMBRE 1988 A 10 HEURES

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. 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 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 MM. Loehnis et Price; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Costa, Mingasson et Dixon; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees. 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 Giles sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

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

I. Approbation du procès-verbal de la 228e séance

Le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 228e 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

M. Dalgaard indique tout d'abord que la documentation de base (tableaux, graphiques) de la "Surveillance" est maintenant établie par le Secrétariat du Comité.

Au cours des deux mois qui se sont écoulés depuis la séance de septembre, il n'y a pas eu sur les marchés des changes de tensions aiguës mais il y a eu quelques évolutions importantes.

La position du dollar a nettement changé. Depuis le creux, atteint à la fin de 1987 et jusqu'au mois de septembre 1988, le dollar s'est raffermi ou est resté stable. Les interventions à la vente se sont élevées à environ 25 milliards pour les trois mois de juillet à septembre. En octobre et début novembre, le dollar s'est affaibli d'environ 3% vis-à-vis du deutsche mark, et les interventions ont eu lieu à l'achat pour un montant de l'ordre de 3 milliards. Ce renversement de tendance semble lié au fait que la croissance américaine devait être moins vigoureuse et que, par conséquent, les taux d'intérêt ne devraient pas remonter comme on s'y attendait. D'autre part, le déséquilibre extérieur suscite de nouvelles préoccupations. Toutefois, l'affaiblissement du dollar par rapport aux monnaies européennes n'a pas été très prononcé; par exemple son niveau vis-à-vis du deutsche mark, début novembre, est le même qu'en janvier-octobre 1987 et plus de 10% supérieur au niveau de fin 1987.

L'affaiblissement du dollar a été plus accentué à l'égard du yen dont le niveau actuel est pratiquement celui relevé fin 1987. Des interventions concertées ont été effectuées par la "Fédérale" et la Banque du Japon pour limiter la chute du dollar, celle-ci intervenant pour la première fois depuis longtemps. Le yen s'est donc renforcé vis-à-vis du deutsche mark, l'appréciation s'élevant à environ 10% depuis le début de l'année.

Les perspectives du dollar sont encore plus incertaines que d'habitude à cause des élections américaines mais une nouvelle baisse du dollar après les élections est généralement escomptée.

Au sein du SME, la situation est actuellement d'une tranquillité remarquable. Il y a eu deux périodes de tensions: début septembre, en liaison avec des rumeurs de réalignement, et mi-octobre lorsque le franc français a subi certaines pressions. Les tensions n'ont jamais été aiguës et la bande de fluctuation étroite n'a été, à aucun moment, utilisée à plein.

Après avoir été relativement faible jusqu'au mois de septembre, le deutsche mark s'est nettement raffermi en octobre à l'intérieur du SME, tandis que les taux d'intérêt allemands, notamment à long terme, ont baissé et que des ventes de deutsche marks ont eu lieu. Cette évolution est à relier à l'affaiblissement du dollar et à l'amélioration de la croissance économique en Allemagne. Il convient de mentionner aussi le changement dans la technique des adjudications des ventes à réméré ("repos") combiné avec une augmentation des contingents de réescompte. Ces changements visaient à rendre plus flexibles les instruments existants sans modifier l'orientation fondamentale de la politique monétaire.

Le franc français a connu deux accès de faiblesse. D'abord début septembre avec les rumeurs de réalignement. La Banque de France a réagi en intervenant à la vente, en laissant le franc s'affaiblir quelque peu à l'intérieur de la bande et en relevant légèrement les taux d'intérêt à court terme. Les marchés ont été rapidement calmés, le taux de change et les taux d'intérêt sont revenus à la normale. Ensuite, vers la mi-octobre, des troubles sociaux et un mauvais résultat pour le commerce extérieur d'août combinés avec la baisse du dollar ont entraîné une nouvelle faiblesse du franc. Là encore, la Banque de France a réagi avec les trois instruments. En outre, les autorités françaises et allemandes ont fait des déclarations très nettes contre un réalignement. Les marchés se sont à nouveau calmés et les interventions ont cessé. La situation début novembre montre que le franc est la monnaie la plus faible dans la bande étroite, assez proche de la limite inférieure, que le différentiel de taux d'intérêt réel avec le deutsche mark est plus élevé qu'au cours de l'été mais inférieur à ce qu'il était en 1987, et qu'il n'y a pas eu de reflux de capitaux après les interventions à la vente d'un montant d'environ \$4 milliards.

La lire italienne a été également affectée par les rumeurs de réalignement, début septembre; la Banca d'Italia a alors laissé fléchir légèrement le cours; elle a relevé les taux d'intérêt et effectué des

interventions. Les tensions ont disparu. La lire s'est depuis lors raffermie et des achats de devises ont eu lieu pour environ \$2 milliards. Les raisons de ce retournement sont: le maintien des taux d'intérêt à un niveau élevé nécessaire pour le financement du budget de l'Etat, la bonne tenue de facteurs fondamentaux comme la croissance économique, et la balance commerciale ainsi que la présentation bien accueillie du budget pour 1989. L'annonce de mesures de libération des mouvements de capitaux a peut-être joué un rôle dans la faiblesse de la lire en septembre mais il n'y a pas eu d'effet lorsque les mesures sont entrées en vigueur le 1er octobre 1988.

La couronne danoise s'est légèrement affaiblie et a glissé au-dessous du milieu de la bande; ce niveau étant considéré comme parfaitement acceptable, aucune intervention n'a été faite. La libération complète des mouvements de capitaux à compter du 1er octobre 1988 n'a pas eu d'effet sur le marché.

La livre irlandaise a été forte durant la plus grande partie de la période; elle s'est toutefois légèrement affaiblie vers la fin du mois d'octobre. Les taux d'intérêt ont quelque peu augmenté, peut-être en liaison avec l'annonce d'une libération complète des transactions de portefeuille à la fin de l'année.

Le franc belge a connu une légère faiblesse fin août-début septembre, apparemment parce que les différentiels de taux d'intérêt s'étaient trop réduits. Un relèvement modeste des taux d'intérêt a été opéré et depuis lors la situation a été calme.

Le florin néerlandais a été également un peu faible en août et début septembre; quelques interventions à la vente ont été réalisées. Le différentiel de taux d'intérêt vis-à-vis du deutsche mark a été augmenté à 3/4% et cela a été suffisant pour renverser les mouvements de capitaux. Il en est résulté une stabilité du florin à un niveau proche de la parité bilatérale avec le deutsche mark, la disparition des interventions et un rétrécissement du différentiel de taux d'intérêt à moins de 0,5% par rapport au deutsche mark.

En conclusion, la situation pour l'ensemble du mécanisme de change est satisfaisante dans la mesure où l'utilisation souple des trois instruments s'est révélée efficace et où la libération des mouvements de capitaux opérée en Italie et au Danemark n'a pas eu d'effets négatifs sur les marchés des changes.

La livre sterling est restée stable par rapport aux autres monnaies de la CEE: il n'y a pratiquement pas eu d'interventions et de modifications de taux d'intérêt. Cette situation reflète une sorte d'équilibre entre la

surchauffe de l'économie, le déficit important des comptes courants et le niveau élevé des taux d'intérêt britanniques.

La peseta s'est raffermie à la suite d'un relèvement important des taux d'intérêt que le Banco de España a effectué pour répondre à la forte hausse des prix (+1% en septembre) provoquée par la surchauffe de l'économie.

La Banque de Grèce a continué sa politique qui consiste à contribuer à l'objectif de stabilité générale en laissant le taux de change effectif de la drachme grecque baisser moins que les différentiels d'inflation. Depuis le début de 1988, la dépréciation du taux de change effectif a été de 5,3% alors qu'un chiffre de 7% avait été prévu pour l'ensemble de l'année. Au total, la drachme devrait enregistrer une appréciation réelle de 3 à 4% en 1988.

Au Portugal, la politique de réduction progressive du taux de change effectif de l'escudo a été poursuivie avec des paliers qui deviennent de plus en plus petits.

Quelques points doivent enfin être signalés.

Les interventions récentes de la Banca d'Italia ont comporté des achats de francs français pour plus de \$400 millions.

Ainsi qu'il ressort des tableaux remis aux Gouverneurs, les avoirs en Ecus privés détenus par les banques centrales ont fortement augmenté en 1988, passent de 4 à 8 milliards, et ont enregistré des variations importantes. Ainsi, la Danmarks Nationalbank a réduit ses avoirs de 250 millions en liaison avec des rachats d'Ecus officiels; la Banca d'Italia a fait de même pour 670 millions en octobre dans le cadre d'une redistribution des réserves de change. En revanche, la Bank of England a augmenté ses avoirs de plus de 900 millions à la suite de l'émission de Bons du Trésor en Ecus.

Lors d'une réunion des experts des banques centrales tenue dimanche soir à Bâle, il a été prévu de faire une étude sur le volume des transactions sur les marchés des changes. Il s'agit de faire, en avril 1989, une enquête par la plupart des banques centrales de la CEE, à l'image des enquêtes déjà réalisées dans le passé par la Bank of England et la Banque du Japon.

B. Exposé de M. Rey

L'échange de vues entre Suppléants peut-être résumé en deux mots-clés: satisfaction, mais besoin de vigilance. Cette double impression peut-être illustrée sous quatre aspects différents.

1. Il y a tout lieu de se montrer satisfait des mesures de libération des mouvements de capitaux prises au Danemark et en Italie, et annoncées tout récemment en Irlande. En outre, ces mesures ont été, dans l'ensemble, bien reçues dans les marchés.

Dans ce domaine, la vigilance est recommandée par les Suppléants des pays concernés; en particulier, les Suppléants irlandais et italien ont lancé une mise en garde à l'égard de tout sentiment d'euphorie. En Irlande, on a observé un certain resserrement des taux d'intérêt à long terme, en liaison avec l'annonce des mesures de libération. En Italie, il ne manque pas de raisons - autres que l'assouplissement du contrôle des changes - pour expliquer la fermeté récente de la lire; en particulier, l'amélioration de la balance commerciale a joué un rôle significatif dans la bonne tenue de la monnaie.

2. Le SME offre aussi des raisons de satisfaction. On ne peut pas dire que la stabilité des cours dans le SME ait été sérieusement ébranlée pendant la période sous revue. Quelques tensions se sont manifestées, des rumeurs de réalignement ont été entendues, mais elles ont été bien maîtrisées. En particulier, la pression observée à la baisse du franc français a été combattue avec succès selon la lettre et l'esprit de l'Accord de Bâle/Nyborg: interventions, glissement du cours dans la bande, action sur les taux d'intérêt.

Le motif de vigilance réside dans l'importance des déséquilibres de paiements courants entre pays participant au mécanisme de change du SME. Il ne faut pas s'attendre à ce que ces déséquilibres disparaissent prochainement par l'effet de politiques différenciées de la demande. Dès lors, à court terme, ces déséquilibres devront être financés, d'une manière ou d'une autre. De l'avis très général, il est souhaitable que les flux de capitaux nécessaires continuent à répondre spontanément aux incitants du marché, ce qui implique le maintien de différentiels de taux d'intérêt appropriés. Dans cette optique, il conviendrait d'être prudent avant d'envisager des actions unilatérales qui conduiraient à rétrécir le différentiel d'intérêt entre le franc et le DM.

3. L'attention des Suppléants a été attirée sur la situation de l'Espagne où la poursuite d'une croissance très rapide de l'activité économique va de pair avec une accélération de l'inflation et un accroissement du déficit commercial et budgétaire. Les autorités ont été amenées à resserrer la politique monétaire pour faire face à cette évolution.

4. Enfin, on peut observer avec satisfaction que la baisse des cours du dollar s'est opérée de façon ordonnée, et ramène la monnaie américaine

à un niveau jugé plus en conformité avec les besoins du processus d'ajustement international. Cependant, l'évolution du dollar dans l'avenir proche est bien évidemment entourée d'incertitude. Quelques Suppléants pensent que le dollar a accumulé un potentiel de baisse qui pourrait se libérer après les élections, mais il se peut aussi que le marché ait déjà anticipé la baisse et adopte une attitude d'expectative jusqu'à ce que les intentions de la nouvelle administration deviennent plus claires. Il pourrait même être souhaitable qu'au niveau où se trouve aujourd'hui le dollar, une certaine stabilisation de ses cours soit encouragée.

C. Discussion du Comité

M. de Larosière remercie M. Rey pour son exposé tout à fait remarquable par sa concision et sa clarté.

M. Ciampi indique que la Banca d'Italia est enchantée que la libération des mouvements financiers avec l'étranger soit maintenant une réalité après plus de 15 ans de contrôle. L'expérience d'un peu plus de un mois s'est déroulée sans inconvénients et il ne faut pas oublier que le dernier réalignement est vieux de près de deux ans. Il convient de rendre hommage à ceux qui ont oeuvré avec ténacité depuis des années en Italie pour progresser dans la voie de la libération sans causer pour autant des déséquilibres. Toutefois, des problèmes persistent pour l'Italie et le SME. Les entrées de fonds en octobre font suite aux sorties de septembre liées aux rumeurs de réalignement. Les taux d'intérêt sont en moyenne plus élevés en Italie que dans les autres pays partenaires, aussi bien en termes nominaux qu'en termes réels. Cette situation reflète à la fois un élément conjoncturel (la très forte expansion du crédit bancaire nécessite une politique de taux d'intérêt élevés), et un élément structurel (l'Etat doit consentir des taux attrayants pour collecter les ressources nécessaires au financement d'un déficit budgétaire très lourd). Deux autres facteurs ont favorisé la mise en oeuvre de la nouvelle étape de libération des mouvements de capitaux: d'une part, la bonne tenue de la balance des paiements italienne liée à une demande mondiale vigoureuse et à la baisse des prix du pétrole; d'autre part, la plus grande confiance des opérateurs italiens dans les déclarations et engagements des autorités en ce qui concerne l'assainissement des finances publiques. Il faudra maintenant que ce capital de confiance soit conforté par des actions concrètes.

M. Rubio confirme que l'inflation s'accélère en Espagne et que ce mouvement explique le relèvement de un point des taux d'intérêt qui a été

opéré. L'objectif pour 1989 prévoit de ramener l'inflation à un taux de 3%, ce qui exigera un resserrement, peut-être important, de la politique monétaire. Le déficit budgétaire est en cours de réduction et une nouvelle contraction devrait être réalisée en 1989. Ce résultat est imputable à la très forte augmentation des recettes; au total, toutefois, la politique budgétaire n'est pas restrictive, elle sera peut-être même expansionniste.

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 des mois de septembre et d'octobre et des premiers jours de novembre 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 des politiques monétaires en vigueur dans les pays membres de la CEE sur la base du Rapport No 33 du groupe d'experts présidé par M. Raymond

Le Président souligne que le Rapport No 33 est le premier qui répond au mandat supplémentaire que les Gouverneurs ont donné en mai 1988 au "Groupe Raymond" en vue d'améliorer la coordination des politiques monétaires entre les pays membres de la CEE et de compléter la procédure de surveillance mensuelle mise en oeuvre à la suite de l'Accord de Bâle/Nyborg de septembre 1987. En outre, la préparation de ce rapport d'automne a été avancée d'un mois, ce qui signifie que les Gouverneurs peuvent en discuter en novembre, alors que décembre était apparu un peu tard eu égard aux différentes décisions en matière monétaire qui doivent être prises dans les pays de la CEE.

A. Exposé de M. Raymond

Le Rapport No 33 diffère des rapports semestriels précédents du groupe d'experts au moins par ses ambitions. Celles-ci lui étaient assignées par le nouveau mandat donné par les Gouverneurs en mai 1988. Le groupe était invité à fournir l'information nécessaire aux banques centrales de la Communauté pour procéder à une approche coordonnée des politiques monétaires

en 1989. A ce titre, il était prié d'insister sur l'analyse des divergences et des moyens à mettre en oeuvre pour les réduire.

Les experts ont pris acte de l'accélération imprévue de la croissance en 1988, un infléchissement devant se produire probablement en 1989. Ils ont constaté que, si l'évolution des prix était devenue moins favorable que les deux années précédentes, ce mouvement était resté modéré et la situation devrait se stabiliser. Cela est vrai en général, et en Europe.

C'est surtout le processus d'ajustement des balances des paiements qui occupe le devant de la scène. Il paraît marquer le pas depuis quelques mois entre les Etats-Unis, le Japon et la République fédérale d'Allemagne. Si le surplus de la CEE s'est réduit en 1988, ne dépassant pas 0,5% du PNB global, les divergences se sont accrues entre pays membres. Le surplus de l'Allemagne demeure à 4% du PNB de ce pays et à 1% de celui de la Communauté. Les excédents se maintiennent dans les pays du Bénélux et en Irlande.

En regard, les paiements courants se détériorent ou sont déficitaires là où leur position est déjà plus fragile, sauf au Danemark. Ces résultats décevants en termes de convergence peuvent être attribués à plusieurs facteurs:

- la demande interne montre plus de fermeté dans les pays où le niveau économique est le plus faible ou dans ceux qui subissent un certain degré de surchauffe, que dans les pays excédentaires;
- les taux de change ont joué contre l'ajustement pendant une bonne partie de l'année en cours;
- enfin, la vigueur de la croissance a donné plus d'intensité aux effets de la spécialisation industrielle, l'Allemagne en particulier montrant son aptitude à satisfaire la forte demande de biens d'équipements de ses partenaires.

Les divergences en matière de prix et de fiscalité se sont quelque peu atténuées mais sans que la convergence devienne pour autant effective.

Au total, en 1989, les pays de la Communauté se répartiront encore, pour la plupart, en deux groupes: ceux qui bénéficient d'une hausse de prix modérée et d'un notable surplus courant (Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Luxembourg, Irlande) et ceux qui ont une inflation supérieure à la moyenne communautaire et des paiements courants en déficit ou en voie de dégradation (Royaume-Uni, Italie, Espagne, Portugal, Grèce). La France et le Danemark ont des positions plus ou moins intermédiaires.

Ce qui précède paraît conduire à deux conclusions pour l'élaboration coordonnée des politiques monétaires des pays membres en 1989.

En premier lieu, l'orientation générale de ces politiques: deux constats contradictoires conduisent à ne pas suggérer qu'elle soit modifiée dans un sens ou dans l'autre. Les politiques monétaires, relâchées au lendemain du krach boursier d'octobre 1987, ont été resserrées à des dates diverses selon les pays à partir du deuxième trimestre de 1988. Bien accueillie par les marchés, cette révision paraît avoir calmé les anticipations inflationnistes, et paraît donc suffire pour l'instant. A l'inverse, la vigueur de la distribution du crédit et la liquidité élevée de l'économie dans beaucoup de pays militent pour ne pas relâcher la pression, ce qui ne pourrait être envisagé en 1989, selon la majorité des experts, que si un ralentissement net de la croissance se produisait.

En second lieu, la différenciation des politiques monétaires: elle est en théorie nécessaire pour rapprocher les deux groupes de pays mis un peu théâtralement en opposition. A la longue, la persistance de différences entre les taux d'inflation et de situations opposées des balances des paiements ne peut que menacer la stabilité des taux de change, spécialement au sein du mécanisme de change (mais le mandat du groupe ne se limite pas à celui-ci).

Il a d'abord été souligné que le solde des paiements courants peut donner une vision exagérément pessimiste des risques encourus. C'est vrai qu'en 1988 d'amples sorties de capitaux d'Allemagne ont concouru à limiter les tensions. Néanmoins, on ne peut compter entièrement sur ces phénomènes: les flux de capitaux autres que les investissements directs peuvent suivre des chemins contraires à ce qu'exigerait l'équilibre du marché des changes, en fuyant les pays déficitaires pour se réfugier vers les pays excédentaires sous l'effet des anticipations de change. Ce risque est plus grand aujourd'hui, dans une Europe déréglementée. Il appelle des réactions plus amples et plus rapides des banques centrales sur les taux d'intérêt.

Des politiques structurelles sont certainement indispensables, mais leur action sur l'offre sera trop lente pour résoudre les difficultés de 1989.

Reste la gestion conjoncturelle de la demande. Or, aucun des pays qui dégagent des excédents courants ne voit de possibilité de stimuler davantage sa demande interne. Celle-ci est considérée comme satisfaisante en Allemagne dans la mesure où elle épouse sensiblement l'évolution du potentiel de production et ne menace donc pas la stabilité des prix à moyen terme. Les autres pays excédentaires privilégient la stabilité de leur taux de change avec l'Allemagne, dont ils ne veulent donc pas diverger; ces pays ne peuvent pas relancer leur économie par des moyens budgétaires,

leurs finances publiques devant être au contraire assainies. Dans ces conditions, l'amélioration de la convergence ne pourrait venir que d'une restriction de la demande dans les pays du second groupe défini par une inflation plus élevée et une balance des paiements dégradée.

Une majorité d'experts ont regretté le "timing" des mesures fiscales adoptées en 1988 au Royaume-Uni, ou prévues pour 1989 en Allemagne, et qui, justifiées par des perspectives à long terme, risquent de jouer à l'encontre de l'ajustement à court terme.

De tout cela, on peut conclure que l'amélioration de la convergence reposera largement sur l'évolution des taux d'intérêt, leur différenciation, celle-ci étant surtout à la charge des pays du second groupe; il en résultera sans doute un resserrement global dans la Communauté. Encore ne peut-on s'attendre à ce que la différenciation de ces taux suffise à réduire rapidement les déséquilibres extérieurs, en raison de leur taille.

Des différences de sensibilité se sont également manifestées à propos des réactions à des fluctuations éventuelles à une variation du dollar. Les représentants du second groupe de pays (inflation plus élevée, balance des paiements plus fragile) redoutent que la baisse du dollar ne se traduise pas par une baisse des taux d'intérêt dans le premier groupe, ou que la hausse du dollar y entraîne de nouveaux relèvements de taux d'intérêt.

Beaucoup d'experts pensent que la publication éventuelle d'objectifs pour 1989 pourrait utilement comporter une allusion à des travaux préparatoires en commun - même si les experts voient bien qu'ils n'ont pas encore abouti à un accord parfait.

B. Exposé de M. Rey

Les Suppléants ont tenté d'apporter des réponses aux quatre questions suivantes:

- le rapport rénové répond-il de façon appropriée au mandat donné par le Comité des Gouverneurs en mai dernier?
- l'analyse des développements macro-économiques et de l'évolution monétaire peut-elle être partagée?
- est-il possible de réduire les divergences d'opinions qui se sont manifestées entre experts au sujet de l'orientation souhaitable des politiques monétaires dans la Communauté?
- faut-il suivre la recommandation de la majorité des experts consistant à annoncer publiquement que les objectifs monétaires fixés dans

les différents pays pour 1989 ont fait l'objet d'une réflexion préalable en commun au sein du Comité des Gouverneurs?

Sur la première question, qui concerne l'exécution du mandat, les Suppléants ont été unanimes à apprécier la qualité du rapport. Celui-ci met clairement en relief les problèmes qui se posent dans la perspective d'une conduite coordonnée des politiques monétaires. Si des divergences de vues se manifestent sur certaines des options à prendre, c'est le rôle des experts de les exposer en toute clarté, et cela a été fait. Aux Suppléants et aux Gouverneurs d'apprécier dans quelle mesure les points de vues peuvent être rapprochés.

En ce qui concerne l'analyse des développements récents, les Suppléants rejoignent très largement les experts. Trois commentaires concernent respectivement la croissance, l'inflation et les déséquilibres courants.

La croissance, soutenue dans la Communauté en 1988, a dépassé les prévisions les plus optimistes. Cela est vrai notamment en Allemagne, où la demande globale augmente nettement plus vite que le potentiel de production estimé. En ce sens, un ralentissement du rythme de croissance de la demande, en 1989, ne serait pas indésirable et ne suffirait pas à justifier un relâchement de la contrainte monétaire. Il a été fait observer que l'expansion rapide des investissements devrait contribuer à l'élargissement du potentiel de production; sans nier la validité de cet argument, le Suppléant allemand a fait observer que ce processus prend du temps et, dans l'intervalle, se trouve contrecarré par la réduction de la durée du travail.

Concernant l'inflation, il est remarquable que la croissance économique se soit accélérée dans les pays qui participent au mécanisme de change du SME, sans sacrifice marqué sur le plan de la stabilité interne. En dehors de ce mécanisme, en revanche, quelques pays sont confrontés à des pressions inflationnistes relativement fortes.

Les Suppléants sont d'avis que les déséquilibres courants à l'intérieur de la CEE constituent en ce moment la source de préoccupation principale. Les prévisions ne permettent guère d'espérer une réduction notable de ces déséquilibres en 1989. Cette donnée est particulièrement importante pour les choix d'orientation, en matière de politique monétaire.

En ce qui concerne la troisième question examinée par les Suppléants, ces derniers ont tout d'abord noté que la contribution possible des politiques budgétaires à une meilleure convergence, notamment sur le plan des comptes extérieurs, sera fort limitée. Les critiques formulées dans le rapport,

par la majorité des experts, à l'égard des mesures budgétaires prises dans deux pays membres, ont été rencontrées par les Suppléants concernés. Ainsi, pour le Suppléant allemand, la hausse des impôts indirects, en 1989, ne peut être dissociée de la réduction des impôts directs, prévue pour l'année suivante. Le Suppléant britannique a souligné que l'emballement de la demande interne, au Royaume-Uni, est attribuée à tort à la politique budgétaire (il faut rappeler que le budget présente un confortable excédent); il faut y voir plutôt l'effet du relâchement de la politique monétaire mis en oeuvre dans les derniers mois de 1987 et au début de 1988, pour des raisons bien connues. Le resserrement de cette politique, observé par la suite, a donc été une réponse appropriée.

Le rapport suggère alors une différenciation des politiques monétaires, entre pays participant au mécanisme de change du SME, selon leur situation de balances des paiements, et suggère une réaction différenciée, selon que le dollar viendrait à s'inscrire en hausse ou en baisse. La discussion des Suppléants n'a pas permis de rapprocher les points de vues divergents qui se sont exprimés à ce sujet, au niveau des experts. En particulier, du côté allemand, on avance l'hypothèse qu'en cas de hausse du dollar un relèvement des taux d'intérêt en Allemagne pourrait être la réponse appropriée, tandis qu'en cas de baisse du dollar il ne faudrait guère s'attendre à la baisse des taux, mais plutôt à des interventions, dans la mesure où leur incidence sur la liquidité interne peut être neutralisée par d'autres voies. D'autres Suppléants ont fait remarquer que la situation de leur pays, et celle de la CEE dans son ensemble, ne justifieraient pas un durcissement de la politique monétaire.

Faute de pouvoir s'accorder à l'avance sur une stratégie coordonnée des politiques monétaires, les Suppléants reconnaissent la nécessité de réagir de manière flexible aux évolutions qui peuvent se présenter et, dès lors, d'assurer une certaine continuité dans la surveillance commune des politiques monétaires. Il a aussi été relevé que la Bundesbank devrait être attentive non seulement aux risques d'un gonflement de la liquidité, mais aussi aux contreparties d'un éventuel gonflement. S'il était dû, par exemple, à des entrées de capitaux, il serait peu approprié d'y répondre par une politique de hausse des taux d'intérêt.

Quant à la suggestion d'exercer un effet d'annonce, à l'occasion de la publication des objectifs monétaires pour 1989, en faisant une référence aux travaux du Comité des Gouverneurs, les Suppléants n'y sont guère favorables dans les circonstances actuelles. Sans compter les difficultés institutionnelles que cette suggestion peut susciter dans certains pays, les Suppléants

estiment qu'elle manquerait de crédibilité dans une conjoncture où d'importantes divergences de vues, quant aux orientations appropriées, n'ont pu être éliminées. Les Suppléants ne rejettent cependant pas pour l'avenir l'idée d'une expression publique et commune des orientations qui auraient fait l'objet d'un réel consensus entre autorités monétaires.

C. Discussion du Comité

M. Duisenberg partage l'appréciation des Suppléants sur le Rapport No 33 qui fournit une analyse bien équilibrée des évolutions économiques et monétaires dans la Communauté et des problèmes qui se posent. Le rapport est utilement centré sur la coordination des politiques monétaires et le manque de convergence, avec peut-être, cependant, trop de considérations pour le passé et pas assez sur l'avenir. Le groupe devrait être plus prospectif et proposer certaines options pour des mesures de correction appropriées; il pourrait indiquer comment les politiques monétaires pourraient contribuer dans les pays membres au processus de désinflation et au rétablissement des équilibres extérieurs. Les experts pourraient, par exemple, discuter des objectifs monétaires souhaitables pour 1989, y compris l'objectif d'expansion du crédit interne qui figure dans le mandat.

Le rapport souligne que l'expansion monétaire a été vive dans la plupart des pays de la CEE, surtout durant les derniers mois, et que cette évolution est principalement due à la forte progression des crédits bancaires au secteur privé, qui se développe dans le contexte d'une demande interne très active. D'autre part, le taux d'inflation moyen pour la Communauté s'est accru et a atteint 5% en août. Il convient donc d'être déterminé en matière d'objectifs monétaires mais en prenant en compte plus attentivement les contreparties internes et externes de la création monétaire.

Sur un plan plus général, quelques observations méritent d'être faites. En 1989, la croissance économique restera forte dans certains pays alors que dans d'autres pays les salaires augmenteront sensiblement. Il y aura donc un risque évident de pression inflationniste nouvelle que les politiques devraient combattre le plus tôt possible afin d'éviter que les capacités de production ne soient épuisées et afin de réduire l'excédent de liquidités. Enfin, une dépréciation marquée du dollar, entraînant des tensions à l'intérieur du SME, n'est pas à exclure; il faudra alors agir rapidement sur les taux d'intérêt et creuser les différentiels de manière appropriée.

M. Ciampi s'associe aux appréciations qui ont été formulées sur la qualité du travail soumis par le "Groupe Raymond". Le processus de libération des mouvements de capitaux dans lequel la Communauté est engagée comporte des risques si l'on ne progresse pas simultanément dans la gestion de la politique monétaire. De plus, celle-ci ne doit plus être étroitement nationale mais elle doit tenir compte de la situation des partenaires. Il est évident que les études ne doivent pas se cantonner à des observations rétrospectives, épilognant sur le passé, mais qu'elles doivent regarder l'avenir. Cette dernière approche, qui a déjà été préconisée par l'Italie, devrait être suivie par tous quel que soit le degré atteint en matière de libération des mouvements de capitaux. Le "Groupe Raymond" devrait aller de plus en plus dans le sens souhaité par M. Duisenberg, c'est-à-dire qu'il devrait donner des indications, des options de coordination pour l'avenir.

M. Ciampi propose, sur le plan de la procédure, que le mandat nouveau donné au "Groupe Raymond" soit confirmé et si possible renforcé dans sa partie prospective et préparatrice de l'avenir.

M. Pöhl considère que le Rapport No 33 représente une analyse excellente de la situation et des problèmes qui se posent. Les experts apparaissent un peu pessimistes quand ils disent que le processus d'ajustement s'est immobilisé, notamment en ce qui concerne les Etats-Unis. En effet, les collègues américains estiment que le dégonflement du déficit de leur pays se poursuivra, peut-être à une cadence ralentie. De fait, dans les relations bilatérales entre les Etats-Unis et l'Allemagne, on constate depuis le début de 1988 une baisse d'environ 13% des exportations allemandes et une augmentation à peu près du même ordre des importations allemandes. Le problème se pose évidemment à l'intérieur de la CEE: depuis le début de 1988, les exportations de l'Allemagne vers ses partenaires, notamment l'Italie et la France, ont progressé beaucoup plus rapidement que les importations allemandes en provenance des autres pays membres. Le problème tend donc à s'aggraver; il est d'autant plus préoccupant que les possibilités d'accroissement de la demande interne en Allemagne sont limitées.

On doit alors se demander comment on peut corriger ces déséquilibres, tout en considérant que les ajustements de taux de change ne devraient être qu'un ultime recours et, de toute manière, ne pourraient être que modestes. Jusqu'à présent, l'accroissement de l'excédent commercial allemand n'a pas causé de problèmes car les mouvements de capitaux l'ont compensé. Il est possible qu'avec d'autres anticipations de change, les flux de capitaux s'inversent comme cela est observé depuis quelque temps. Si un tel mouvement

devait se poursuivre ou s'accroître, des tensions ne manqueraient pas d'apparaître dans le SME. Un élargissement des différentiels de taux d'intérêt risque de ne pas être suffisant et il vaut donc mieux organiser l'exportation de capitaux de l'Allemagne vers les pays dont les monnaies sont relativement faibles. Il faut en fait que ces pays se dotent de politiques propices à attirer les capitaux. L'exemple de l'Italie est tout à fait probant à cet égard: la libération des mouvements de capitaux n'y a pas causé de sorties mais, au contraire, des entrées de capitaux qui témoignent de la confiance. Ce type de politique, visant à rendre le pays plus attrayant pour les capitaux étrangers, est la seule solution de progrès, étant donné que la cohésion réalisée exclut désormais de grandes modifications de parité.

M. Pöhl note que les pays de la CEE qui ont l'inflation la plus élevée et les déficits courants les plus larges n'appartiennent pas au mécanisme de change du SME. L'appartenance à ce dernier exerce un effet de discipline qui est propice, semble-t-il, à une meilleure convergence. Il s'agit là d'une situation qui mériterait peut-être une étude plus approfondie.

M. de Larosière présente quelques remarques et une proposition de méthode. L'ampleur des déséquilibres des balances des paiements courants est actuellement un élément majeur. L'existence d'excédents ou de déficits dans un ensemble régional comme la Communauté n'est pas anormale mais l'ampleur de ces déséquilibres, par exemple un excédent équivalant à 4% du PNB, et leur répétition année après année, pose un problème. Les politiques monétaires des pays de la CEE ne peuvent pas ne pas être influencées par cette constatation de base. Ainsi, les pays à fort excédent et à faible inflation ne devraient pas envisager un resserrement de leur politique monétaire; ils devraient plutôt songer à un léger desserrement surtout si le dollar devait s'affaiblir. Par ailleurs, on ne peut que regretter le ton restrictif de la politique fiscale en République fédérale d'Allemagne en 1989. Les raisons structurelles d'une augmentation des impôts indirects peuvent se comprendre mais la décision est tout à fait contraire à la conjoncture.

Les risques d'inflation dans les pays du second groupe, tels qu'énoncés par M. Raymond, doivent amener ces pays à une très grande vigilance en ce qui concerne leur politique de régulation de la demande. Cela s'applique tant pour la politique budgétaire que pour leur politique monétaire, et cela signifie par exemple que les taux d'intérêt doivent être maintenus à des niveaux relativement élevés. En France, les agrégats monétaires étroits évoluent dans des conditions assez satisfaisantes mais l'expansion du crédit, de l'ordre de 11%, est trop forte et exige la continuation d'une politique monétaire vigilante et rigoureuse.

En ce qui concerne le dollar, il faut être très attentif aux aspects internationaux de son évolution. Tant que la politique budgétaire américaine n'a pas détendu, de manière significative, la pression de la demande interne, une forte dépréciation du dollar, dans le contexte actuel d'une utilisation très élevée des capacités de production aux Etats-Unis, ne ferait qu'accroître les tensions inflationnistes dans ce pays et n'améliorerait pas la balance des paiements. En outre, les taux d'intérêt devraient être relevés aux Etats-Unis et ce relèvement, qui se produirait sans doute dans un contexte de stagflation, aurait des conséquences négatives sur le Tiers Monde et l'ensemble du système monétaire international. Une baisse précipitée du dollar peut aussi avoir des effets perturbateurs sur le SME. Toutes ces raisons conduisent à penser qu'il est du devoir des Gouverneurs des banques centrales de plutôt rechercher la stabilité du dollar.

En ce qui concerne la proposition de méthode, M. de Larosière indique tout d'abord que le "Groupe Raymond" a produit un travail très remarquable. Comme MM. Duisenberg et Ciampi l'ont mentionné, les experts doivent être encouragés à être encore plus précis dans leurs conseils et leurs analyses en matière de politique monétaire et de leur coordination. Plus la vision sera prospective et précise (peut-être en procédant à divers scénarios de politiques monétaires dans les différents pays), plus les Gouverneurs seront aidés pour faire prendre conscience à leurs propres autorités ou conseils des aspects d'interaction au niveau européen.

Dans cet esprit, le calendrier des travaux du groupe pourrait être modifié. Le rapport de novembre, introduit cette année, est parfaitement approprié car il permet aux Gouverneurs de bénéficier des analyses des experts pour la préparation des décisions de politique monétaire. En revanche, le rapport de mai est un peu tardif pour examiner l'année antérieure qui est connue en mars, et un peu précoce pour avoir une bonne vision du premier semestre. On pourrait donc avoir, d'une part, en mars, ou éventuellement en avril, un rapport qui serait assez léger et ferait essentiellement le point sur les résultats de l'année écoulée; d'autre part, en juillet, un rapport qui permettrait d'examiner la situation à mi-parcours de l'année. Sous bénéfice de correction de la part de M. Raymond, une réunion des experts pourrait peut-être suffire pour le rapport de mars, au lieu de deux actuellement pour le rapport de mai, et au total le nombre de réunions pourrait peut-être être maintenu.

M. Rubio se réfère à la remarque de M. Pöhl sur l'amélioration actuelle de l'ajustement entre les Etats-Unis et l'Allemagne. Si cette évolution se poursuit, les déficits courants augmenteront dans plusieurs

pays de la CEE. Or, compenser une telle détérioration par une augmentation des entrées de capitaux n'est certainement pas une bonne solution et peut conduire à des problèmes plus graves à l'avenir. Il est possible de mener une politique monétaire capable d'attirer suffisamment de capitaux mais on ne peut en faire un processus permanent. Dès lors que les excédents courants de certains pays sont structurels, les partenaires en déficit devraient maintenir une politique restrictive et donc des taux d'intérêt élevés pendant un temps tellement long que les marchés, à un moment ou à un autre, estimeront que la seule solution réside dans une modification importante des parités et exerceront des pressions dans ce sens.

M. Raymond remercie les Gouverneurs pour leurs compliments; il les transmettra à ses collègues et les adressent tout spécialement au Secrétariat du Comité qui accomplit un travail considérable pour l'élaboration des rapports.

La demande des Gouverneurs pour que les experts soient plus précis dans leurs propositions pour l'avenir représente une évolution tout à fait souhaitable dans les travaux du groupe; elle suppose évidemment que les experts s'expriment très clairement sur la situation de leur propre pays et sur celle des partenaires; on peut espérer arriver bientôt à des critiques mutuelles plus concrètes. Pour ce qui est du calendrier, si l'on tient compte à la fois de l'accent mis sur l'avenir et du désir des Gouverneurs de faire plus souvent le point de la stratégie monétaire en dehors de la "Surveillance" mensuelle, on pourrait suivre la suggestion de M. de Larosière. Ainsi, en mars, lorsque les résultats de l'année écoulée sont connus, un rapport ferait en quelque sorte une mise à jour du rapport de novembre qui ne donne que des prévisions fiables de l'année en cours. Dans le rapport de mars, on pourrait en outre exposer les données sur lesquelles les banques centrales ont fixé leurs objectifs pour 1989, à quelles évolutions du crédit, des divers agrégats monétaires et des taux d'intérêt elles pensent. On établirait de la sorte une base qui permettrait de reprendre en novembre 1989 l'exercice de façon prévisionnelle, car il est vrai que, en novembre 1988, les experts sont muets sur l'évolution des quantités de monnaie et de crédit en 1989 dans les pays membres. Une telle approche suppose que les Gouverneurs donnent des instructions à leurs experts pour qu'ils soient aussi ouverts et précis que possible.

En juillet, un rapport pourrait effectivement faire le point à mi-parcours de l'année en cours, alors qu'en mai on ne dispose que du premier trimestre; l'expérience a montré, notamment en juillet 1988, que la situation

et les jugements à ce moment là étaient très différents de ceux de novembre 1987.

M. Raymond indique que les divers projets des Gouverneurs ne soulèvent pas de difficultés pour les travaux du groupe d'experts; il souhaiterait toutefois obtenir un crédit de 5 réunions de travail, car il sera peut-être difficile de tenir avec seulement 4 réunions.

M. Duisenberg revient sur le problème des déséquilibres des balances des paiements courants. La politique monétaire peut contribuer à corriger ces déséquilibres mais elle ne peut pas tout faire et les mouvements de capitaux ne peuvent assurer indéfiniment la compensation. La politique budgétaire doit aussi jouer un rôle important. En outre, un autre élément contribue au maintien de ces déséquilibres, à savoir les différentes subventions ou aides qui existent dans les pays de la CEE pour promouvoir les exportations nationales. Il n'y a pas d'uniformité dans ce domaine et la Commission devrait se pencher sur cet aspect.

M. Leigh-Pemberton fait observer que, dans la plupart des pays de la CEE, la croissance est forte, tout particulièrement pour les investissements, ce qui a largement contribué à l'excédent courant de l'Allemagne. Le ralentissement prévu pour 1989 en Europe et dans le monde devrait entraîner une certaine correction des déséquilibres des paiements courants et il faut donc peut-être éviter d'être trop pessimiste.

En ce qui concerne le calendrier des travaux du "Groupe Raymond", M. Leigh-Pemberton marque son accord sur l'élaboration de trois rapports par an; il précise que, même si le mois d'avril était meilleur pour le Royaume-Uni - car le budget est alors établi - le mois de mars lui paraît préférable, étant donné qu'en avril les Gouverneurs sont souvent pressés du fait de réunions du Conseil ECOFIN ou du FMI.

Le Président conclut la discussion en constatant l'accord du Comité sur les suggestions faites en ce qui concerne l'accent à mettre dans les prochains rapports du "Groupe Raymond" et le calendrier des trois rapports par an.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

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

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 13 décembre 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

SEPTEMBRE ET OCTOBRE

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

1. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En septembre et octobre 1988, les marchés des changes ont été principalement caractérisés par les développements suivants:

- forte baisse du dollar EU au cours du mois d'octobre, cette dépréciation étant plus prononcée vis-à-vis du yen japonais;
- brève phase de nervosité au sein du SME au début de septembre, qui ne s'est pas traduite par de fortes tensions.

Après une baisse au début du mois de septembre, le dollar EU s'est apprécié par rapport à la plupart des grandes monnaies au cours du reste du mois. Il a bénéficié de la publication de statistiques sur le commerce des Etats-Unis en juillet ainsi que d'anticipations prévoyant que

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

tout signe de surchauffe de l'économie entraînerait un relèvement des taux d'intérêt américains. En outre, le Communiqué du Sommet de Berlin et les déclarations officielles qui ont suivi ont été interprétés par certains observateurs comme une indication donnant à penser que les autorités monétaires du Groupe des Sept toléreraient une nouvelle hausse du dollar. Vers la fin du mois, les autorités américaines ont vendu des dollars contre deutsche marks dans le cadre d'interventions concertées qui ont rétabli l'idée que les autorités monétaires s'opposeraient à une nouvelle hausse du dollar. A partir de la fin de septembre, le dollar a fléchi en raison de diverses indications montrant que la croissance de l'activité économique aux Etats-Unis n'était pas aussi vigoureuse qu'on l'avait pensé et suggérant ainsi à croire que la pression à la hausse sur les taux d'intérêt du dollar pourrait s'atténuer. Le sentiment du marché à l'égard de la monnaie américaine est devenu de plus en plus négatif au fur et à mesure que les préoccupations sur le rythme de l'ajustement externe sont réapparues. Lorsque le dollar s'est trouvé soumis à de fortes pressions à la vente à la fin d'octobre, les autorités américaines ont acheté des dollars contre yens afin de limiter la baisse de leur monnaie. Le dollar a clôturé la période de 2 mois sous revue en baisse de 5% en moyenne vis-à-vis des monnaies européennes et de 8,6% par rapport au yen.

Pour la seconde fois de l'année, une certaine nervosité est apparue, début septembre, au sein du SME, mais les tensions se sont facilement atténuées. Par la suite, les positions relatives des diverses monnaies ont quelque peu varié, avec surtout un renforcement du deutsche mark au sommet de la bande et un affaiblissement du franc français au bas de la bande étroite.

Le deutsche mark s'est encore raffermi par rapport à la quasi-totalité des monnaies. Son appréciation a été la plus forte par rapport au dollar EU, avec 5,7%. Au cours de la seconde moitié du mois de septembre, cette évolution s'est momentanément interrompue, lorsque le mouvement de baisse du dollar a fait place à une nouvelle remontée. Sous l'effet d'interventions concertées à la fin du mois de septembre, cette hausse a cependant été enrayée et, en octobre, le deutsche mark s'est fortement raffermi par rapport au dollar. Au cours de la seconde quinzaine d'octobre, l'indice pondéré du deutsche mark par rapport aux monnaies du SME a atteint ses niveaux records; l'indice global (vis-à-vis de 14 grands pays industriels), s'est cependant situé à quelque 3% au-dessous du maximum enregistré au début de l'année.

Au cours de la période sous revue, le franc français a fait l'objet de quelques pressions. Début septembre, les rumeurs de réalignement associées

à la perspective du démantèlement du contrôle des changes italien ont causé l'affaiblissement du franc vis-à-vis du mark, mais les déclarations des autorités monétaires françaises et allemandes, excluant la nécessité de procéder à un réajustement, ont freiné ce mouvement. La publication, fin septembre, d'un important déficit commercial en août (FF 9 milliards) puis des mouvements sociaux, survenus début octobre, ont déclenché de nouvelles pressions à l'encontre du franc en amenant, notamment, les résidents à accélérer la couverture à terme de leurs opérations commerciales. La hausse du cours du mark accompagnée d'un relèvement des taux français à court terme ont alors rendu les prises de position plus onéreuses et dissipé ces tensions. Par la suite, le rétablissement du climat social et l'annonce d'un excédent commercial de FF 0,4 milliard en septembre ont favorisé des achats de francs par les non-résidents.

Le franc belge est resté relativement stable. La Banque Nationale de Belgique a effectué des interventions occasionnelles dans le marché, surtout à la vente pendant la première quinzaine de septembre. A quatre reprises, elle a pu abaisser le taux des certificats de Trésorerie à 3 mois. Celui-ci se situait fin octobre à 7,25%, soit une diminution de 0,35% au cours de ces deux derniers mois.

Le florin néerlandais s'est légèrement raffermi en septembre par rapport au deutsche mark, en raison d'un certain élargissement de l'écart des taux d'intérêt à court terme. Il a ensuite continué de s'apprécier au sein du SME dans le sillage du deutsche mark.

La couronne danoise s'est légèrement affaiblie, pour revenir juste au-dessous du milieu de la bande du SME. La levée, au Danemark, des derniers contrôles existants sur les mouvements de capitaux, à compter du 1er octobre, n'a eu aucune incidence sur le marché des changes.

La livre irlandaise est restée relativement stable au sommet de la bande du SME au cours du mois de septembre. Ceci a été accompagné d'entrées nettes faibles et continues de devises. Cependant, au mois d'octobre, la livre irlandaise a légèrement baissé dans la bande, à la suite de sorties de devises et cela a causé des interventions à la vente. En fin de mois, une suppression du contrôle des changes à partir de 1989 a été annoncée en ce qui concerne les investissements sous forme de titres à moyen et à long terme.

Durant la première quinzaine de septembre, la lire italienne a été affectée par des sorties notables de capitaux à court terme alimentées par des anticipations de réaligement au sein du SME, ce qui a amené la Banca d'Italia à intervenir en vendant des montants élevés de monnaies

étrangères. Depuis la mi-septembre et jusqu'à la fin d'octobre, la stabilisation des anticipations de taux de change a provoqué des entrées de capitaux substantielles et permis une reconstitution des réserves officielles, tandis que la lire s'appréciait légèrement au sein du SME.

Après un début de mois difficile en septembre, la livre sterling s'est redressée avec le soutien d'interventions modérées et a bénéficié d'une période de stabilité jusqu'à ce qu'elle soit affectée par une certaine nervosité relative aux statistiques du commerce extérieur britannique pour le mois d'août. En l'occurrence, les chiffres (publiés le 27 septembre) n'étaient pas aussi mauvais qu'on l'avait craint, ce qui a fait progresser vigoureusement la monnaie. Le Chancelier ayant exclu tout abaissement prématuré des taux d'intérêt au Royaume-Uni, la livre a fait preuve de fermeté en octobre, jusqu'à la réapparition de préoccupations au sujet de la balance des paiements à l'approche de la publication des statistiques du commerce extérieur du Royaume-Uni pour septembre. De nouveau, les chiffres (déficit des paiements courants de £ 560 millions) se sont avérés meilleurs que les prévisions et la monnaie s'est bien reprise, pour clôturer la période sur une note de fermeté. Sur l'ensemble des deux mois, la livre s'est appréciée vis-à-vis du dollar EU mais est restée stable par rapport aux autres monnaies européennes. L'indice de la livre, pondéré en fonction des échanges commerciaux, s'est accru de 0,8%, pour se situer à 76,4 (1975 = 100).

La drachme grecque s'est appréciée de 4,0% par rapport au dollar EU et s'est dépréciée de 1,8% vis-à-vis de l'Ecu. En termes effectifs, elle a fléchi de 0,4% en septembre et de 1,0% en octobre.

Au cours des premiers jours de septembre, la peseta espagnole s'est vivement dépréciée, amenant le Banco de España à intervenir à la vente. Elle s'est cependant appréciée régulièrement pendant le reste de la période, sous l'effet d'un écart de taux d'intérêt de plus en plus favorable. La peseta a terminé la période en hausse de 0,1% par rapport à l'Ecu et de 6% à l'égard du dollar EU. Le Banco de España a relevé de 1 point son taux d'intervention de l'argent au jour le jour le 23 septembre et son taux des prises en pension à 3 mois le 26 septembre 1988.

Au cours des deux mois sous revue, l'escudo portugais s'est déprécié de 0,45% en termes effectifs (0,25% en septembre et 0,2% en octobre), conformément aux objectifs définis par les autorités. Vis-à-vis du dollar EU, l'escudo s'est raffermi de 5,5%.

Vis-à-vis du dollar EU, le franc suisse s'est raffermi de 5,75%. Sur une base pondérée en fonction des exportations, sa valeur s'est accrue de pratiquement 1%. Par rapport à toutes les autres monnaies, la faiblesse

du franc qui persistait depuis des mois s'est poursuivie jusqu'à la fin d'octobre. Certains jours, le cours deutsche mark/franc suisse est monté temporairement à 85. Au cours de la dernière semaine d'octobre, un retournement de tendance s'est dessiné et le franc s'est apprécié à l'égard de la plupart des monnaies.

Le schilling autrichien s'est raffermi en octobre de pratiquement 6% par rapport au dollar EU. Vis-à-vis du deutsche mark, le schilling n'a varié que de 0,01%. Des entrées de capitaux spéculatifs à court terme ont été enrayerées au moyen d'interventions.

La couronne norvégienne a continué de s'affaiblir durant les premiers jours de septembre, mais cette tendance s'est ensuite inversée dans le courant du mois. En octobre, la couronne a été relativement stable en dépit de la fluctuation des prix du pétrole. Cette stabilité relative, conjuguée à l'expansion modérée du crédit interne et à la diminution de l'inflation, a permis une nouvelle réduction de 0,4% du taux de l'argent au jour le jour de la Norges Bank, abaissé à 12,4% à compter du 24 octobre. L'écart de taux d'intérêt vis-à-vis des monnaies du panier s'est réduit de plus de 100 points de base au cours de la période, pour revenir à moins de 4 points de pourcentage. En termes effectifs, la couronne s'est affaiblie de 0,3%.

La couronne suédoise s'est renforcée de près d'un point de pourcentage au milieu du mois de septembre à la suite des élections. En même temps, les taux d'intérêt à court terme ont eu tendance à baisser et la Sveriges Riksbank a été forcée d'intervenir sur les marchés des changes et de l'argent. En octobre, la couronne est restée assez stable et n'a pas été affectée par une forte baisse des taux d'intérêt à long terme. Cette baisse était due aux bruits que la Suède pourrait prochainement introduire une nouvelle libéralisation de la réglementation des changes.

Le mark finlandais a continué de fluctuer, évoluant en termes effectifs dans une étroite fourchette autour du niveau 102 de son indice. Les taux d'intérêt internes à court terme ont augmenté d'environ 1%.

Après avoir enregistré, le 1er septembre, son minimum de l'année à Y 136,8 pour 1 dollar EU (sur le marché de Tokyo), le yen japonais s'est apprécié de 8,0%, atteignant le niveau de 125,00 le 31 octobre. Cette forte revalorisation du yen, amorcée début septembre et poursuivie jusqu'à la fin octobre, peut être largement attribuée à une poussée du sentiment à la hausse de la monnaie sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et de divers indicateurs économiques, notamment les statistiques sur le chômage,

laissant apparaître la possibilité d'un ralentissement de l'économie américaine. Le yen a progressé de 3,3% à l'égard de l'Ecu.

Le dollar canadien s'est apprécié en septembre et durant la majeure partie d'octobre, pour dépasser \$EU 0,8325, mais a ensuite fortement fléchi à environ \$EU 0,8150. Le mouvement de hausse a été conforté par des entrées de capitaux d'origine étrangère destinés en partie à de nouvelles émissions en euro-dollars canadiens, par la hausse des taux d'intérêt consécutive aux pressions inflationnistes internes ainsi que par un élargissement des écarts des taux d'intérêt à court terme vis-à-vis des Etats-Unis. Au cours de la dernière semaine d'octobre, des sondages effectués dans l'opinion ont montré que l'opposition officielle marquait de forts gains de popularité avant l'élection du 21 novembre. Ce résultat a suscité quelques doutes quant à l'adoption définitive de l'accord de libre échange entre les Etats-Unis et le Canada, qui ont, à leur tour, exercé une forte pression à la baisse du dollar canadien.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Les ventes nettes de dollars EU par les banques centrales se sont élevées à \$EU 3,9 milliards en septembre, tandis qu'au mois d'octobre les achats nets se sont élevés à \$EU 2,6 milliards. Ceci doit être comparé aux achats nets de \$EU 21,5 milliards en juillet et en août. Les achats bruts additionnés en septembre et en octobre, d'un montant de \$EU 5,7 milliards, ont été réalisés principalement par la Banque du Canada, la Banca d'Italia et, dans une moindre mesure, le Banco de Portugal. Les ventes brutes, pour un montant de \$EU 6,9 milliards, ont été surtout le fait de la Banque de France et, en septembre, de la Banca d'Italia ainsi que, pour des sommes moins élevées, du Banco de España. Quelques banques centrales ont également participé, fin septembre, à des interventions concertées en vendant des dollars EU.

b) Interventions en monnaies communautaires et en Ecus privés

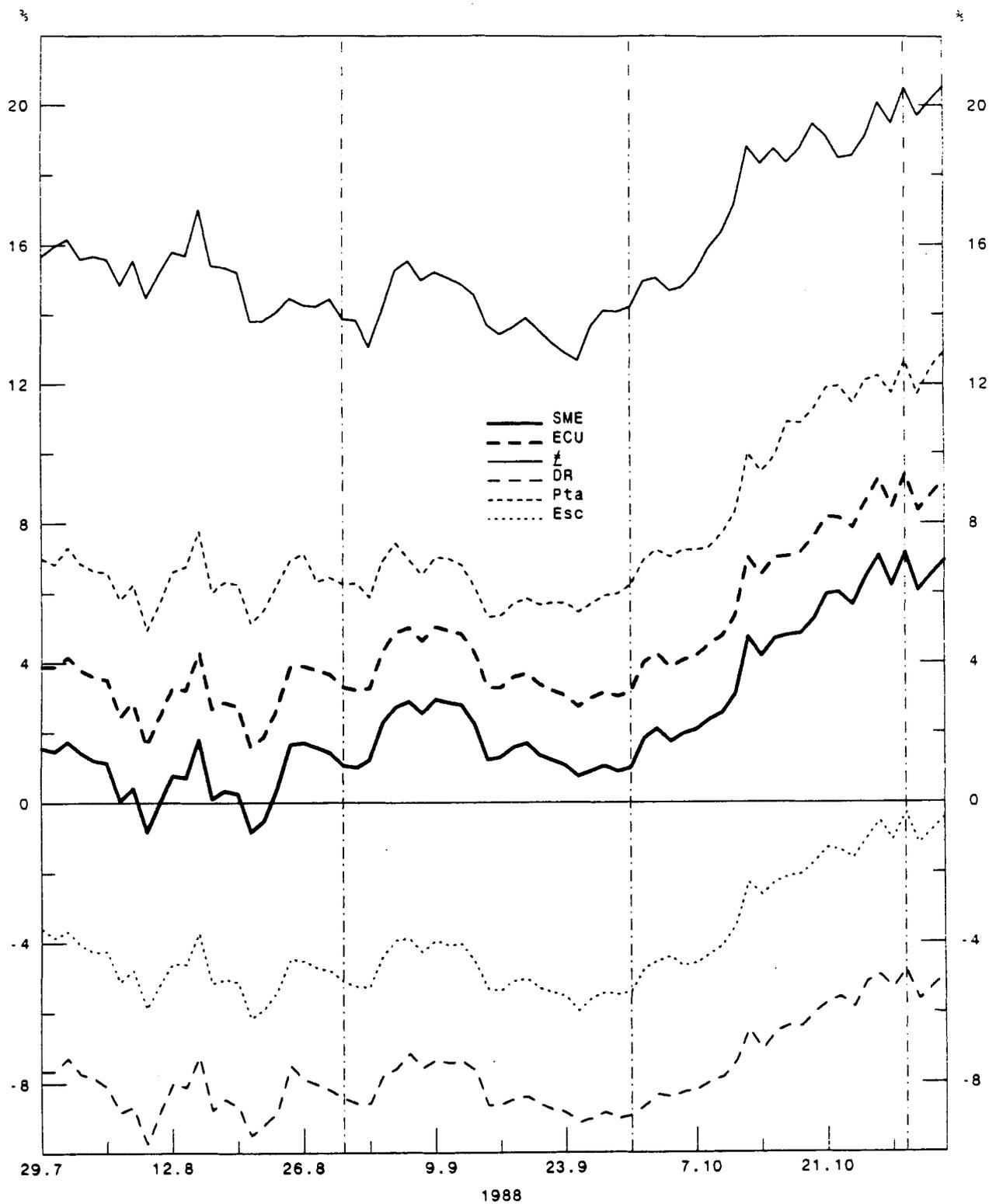
Les interventions des banques centrales de la Communauté en monnaies du SME et en Ecus ont atteint l'équivalent de \$EU 5,0 milliards en septembre et octobre, au lieu de \$EU 5,7 milliards en juillet et août. Elles ont essentiellement revêtu la forme, au début du mois de septembre, de ventes - rachetées plus tard au cours du mois - de deutsche marks par

la Banca d'Italia et, en octobre, de ventes de deutsche marks par la Banque de France.

III. EVOLUTION JUSQU'AU 4 NOVEMBRE

La pression à la baisse qui s'est exercée sur le dollar EU, principalement à l'égard du yen, s'est poursuivie, ce qui a déclenché des interventions à l'achat de dollars par la Réserve Fédérale et la Banque du Japon. Ces pressions se sont atténuées à la suite de la publication aux Etats-Unis des chiffres sur l'emploi pour octobre.

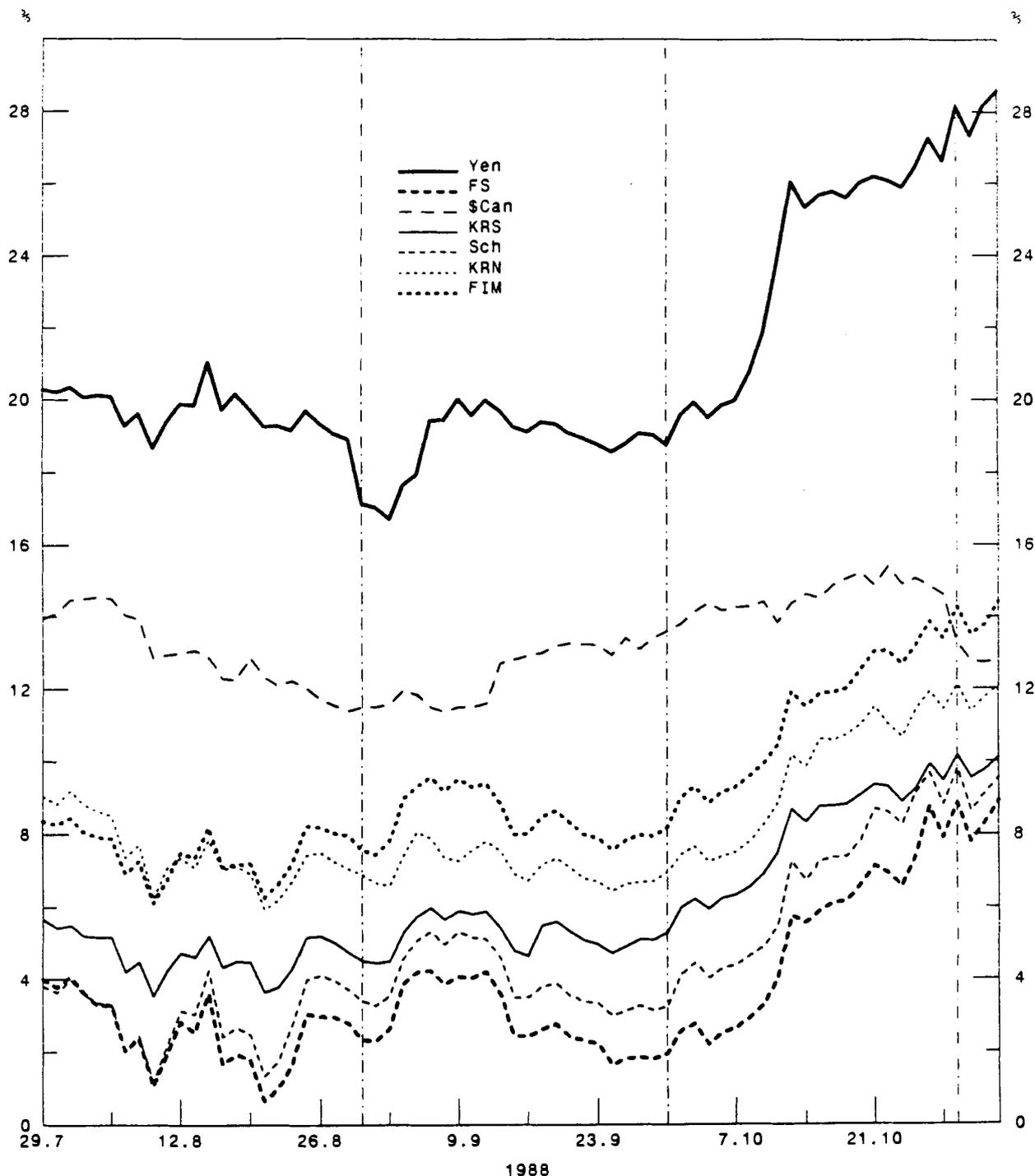
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE
LA CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS
RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*



* Voir page suivante.

4.11.1988

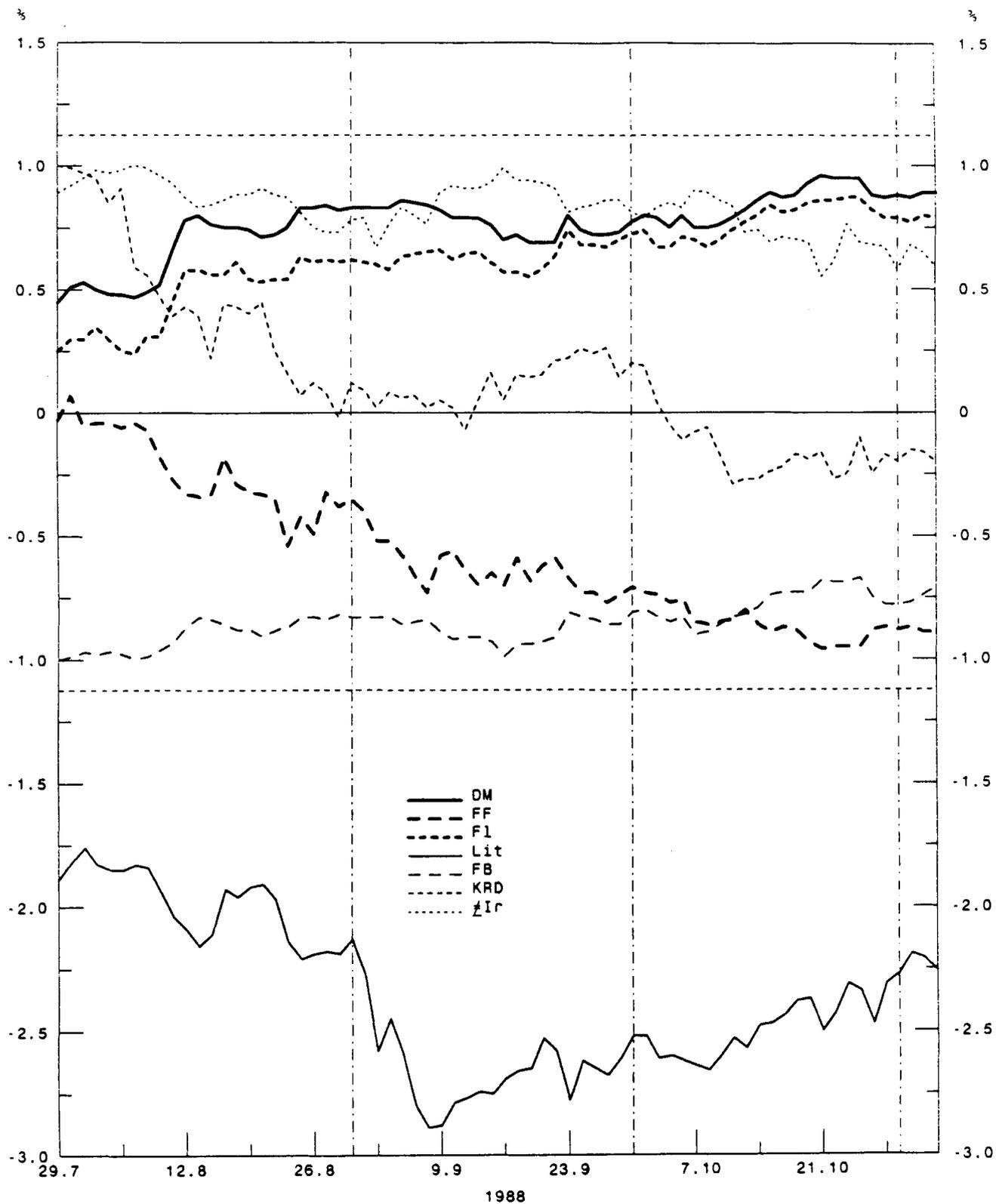
EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A
LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986
VIS-A-VIS DU \$EU*



* 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.

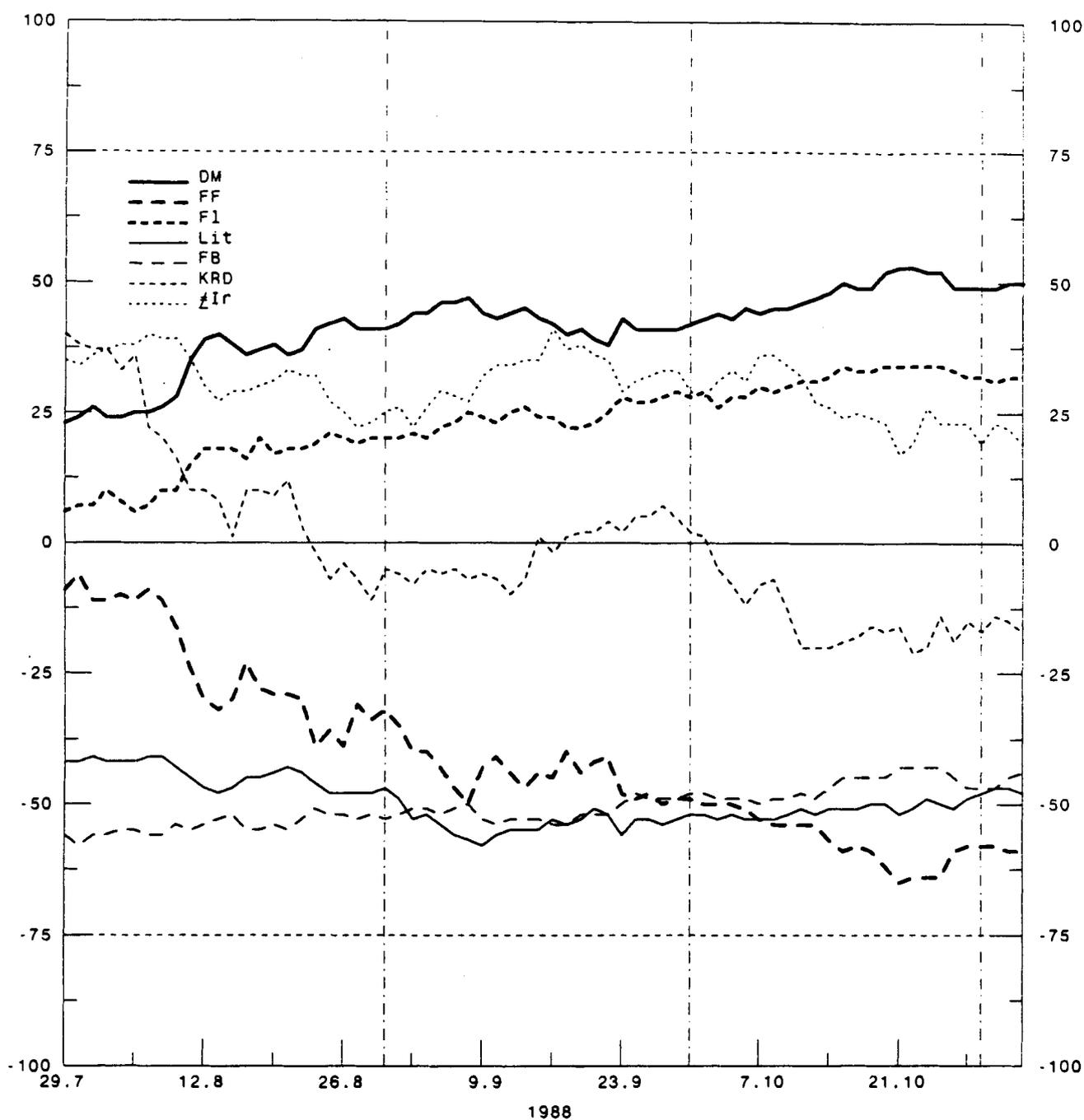
4.11.1988

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



4.11.1988

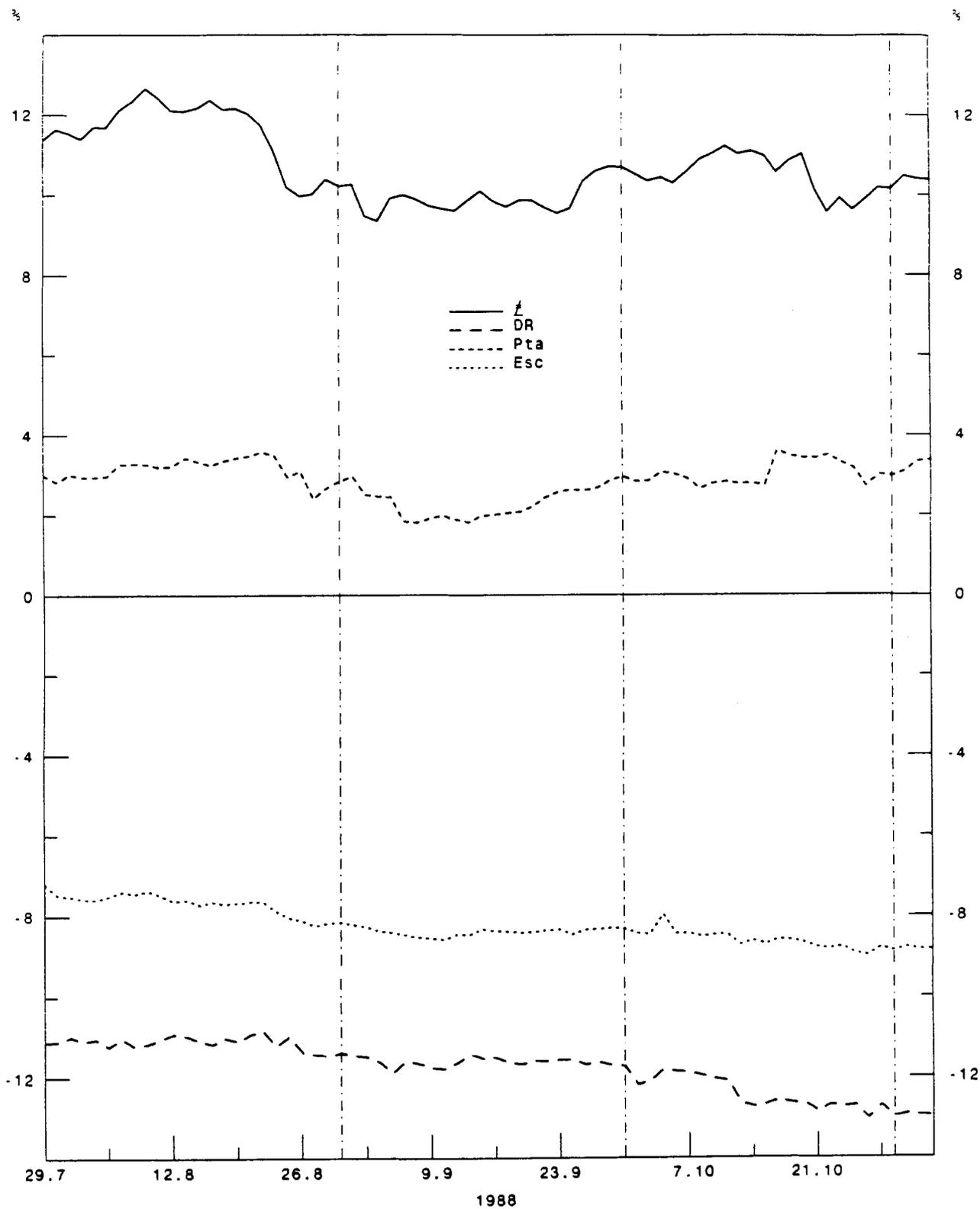
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



* 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.

4.11.1988

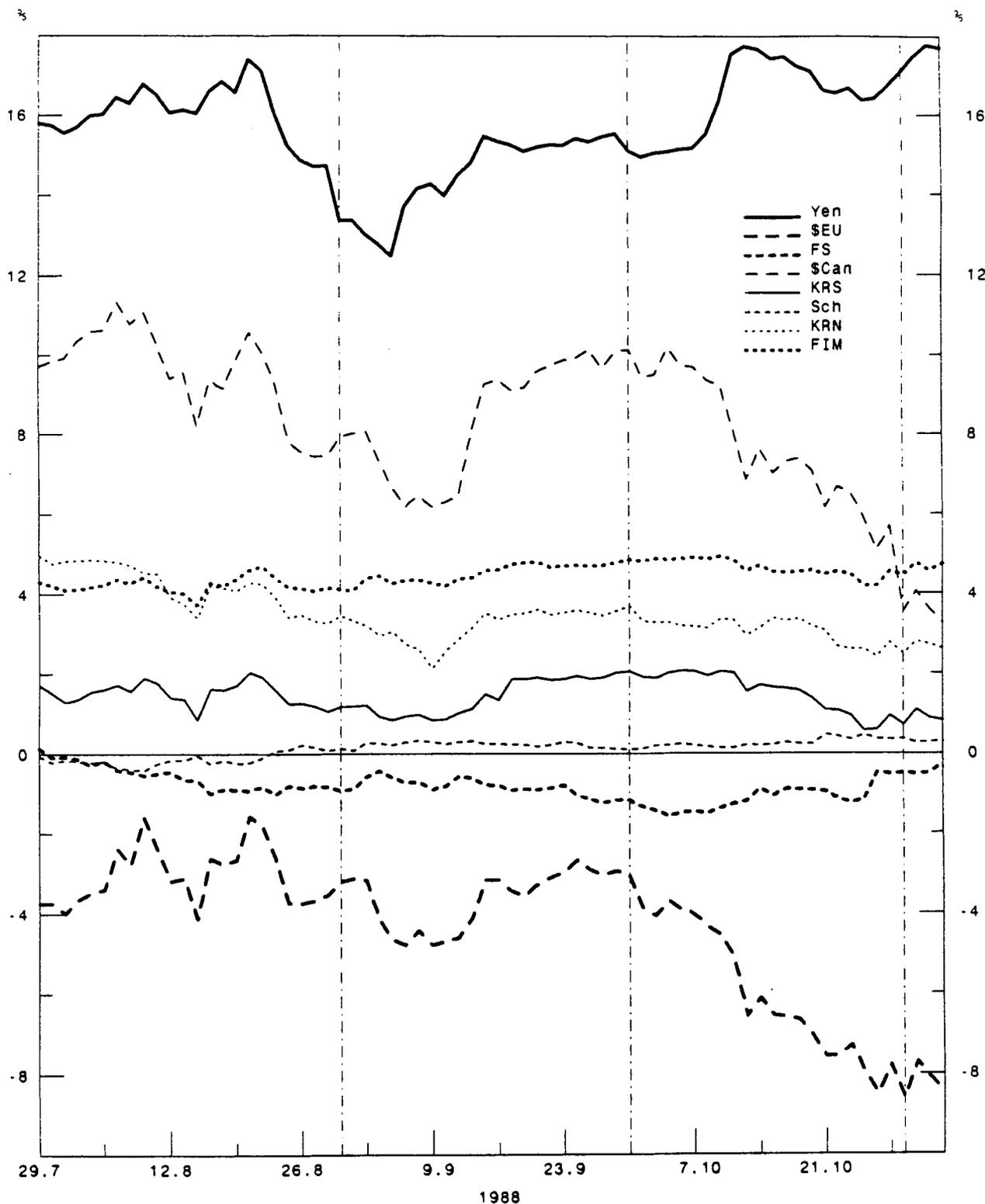
EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDO PAR PAPPOT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ
RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1986*



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

4.11.1988

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.

4.11.1988