

PROCES-VERBAL *
DE LA 231e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 10 JANVIER 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 Michielsen; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur 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 Boot; 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. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Giles sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

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

I. Approbation du procès-verbal de la 230e séance

En raison de la diffusion tardive du projet, le Président propose de reporter l'approbation du procès-verbal à la prochaine séance en février. Entre-temps, les propositions d'amendement pourront être communiquées au Secrétariat.

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 fait saillant sur les marchés des changes depuis la séance de décembre a été la reprise de la fermeté du dollar après la baisse enregistrée en octobre et novembre. L'appréciation du dollar a été particulièrement marquée au début de janvier; à la date du 9 janvier, le cours était en hausse de 5% par rapport à fin novembre, soit un niveau comparable à celui observé durant la plupart de l'année 1987 mais inférieur à celui de l'été 1988. La poursuite de la croissance aux Etats-Unis et les anticipations de nouvelles hausses des taux d'intérêt américains qui en résultent apparaissent comme les causes principales de la remontée du dollar. Les autorités américaines semblent assez satisfaites du niveau actuel de leur monnaie, même si la forte appréciation début janvier a amené la "Fédérale" à faire quelques interventions. Au sein de la CEE, la Deutsche Bundesbank n'est pas très satisfaite de cette évolution; elle estime en effet que, avec un excédent courant allemand en augmentation, la dépréciation du deutsche mark va à l'encontre d'un ajustement approprié et elle a réagi en vendant plus de \$ 2,5 milliards depuis début décembre. La majeure partie de ce montant ne correspond pas à des interventions traditionnelles mais à un réacheminement plus discret de revenus en dollars. L'augmentation des taux d'intérêt allemands a été aussi une réponse à l'évolution du deutsche mark.

Les autres banques centrales de la CEE semblent plus préoccupées par les fluctuations du dollar que par son niveau actuel. La forte appréciation observée le 9 janvier a déclenché toutefois d'importantes interventions concertées en dollars.

L'évolution future de la monnaie américaine reste très difficile à prévoir; elle dépendra largement du taux de croissance, des taux d'intérêt et de la balance commerciale aux Etats-Unis ainsi que de la politique

économique que la nouvelle administration mènera, notamment en matière budgétaire. Si la croissance américaine reste soutenue, les taux d'intérêt pourraient augmenter encore, entraînant également vers le haut les taux en Europe; si la croissance se ralentit, les taux d'intérêt américains pourraient baisser et cela pourrait provoquer un affaiblissement du dollar.

Le yen a attiré beaucoup moins d'attention récemment sur les marchés des changes; il a moins varié à l'égard du dollar que le deutsche mark et se situe presque au niveau de fin 1987. Le yen s'est toutefois apprécié d'environ 10% en 1988 par rapport au deutsche mark et, vis-à-vis de celui-ci, il se trouve début janvier à un niveau record.

A l'intérieur du SME, la situation a été généralement calme; deux ans après le dernier réalignement, il semble que l'on s'attende moins à un réajustement aujourd'hui que depuis longtemps. L'événement essentiel en décembre a été la hausse des taux d'intérêt allemands et ses répercussions sur d'autres monnaies. Ainsi que le montrent les graphiques établis par le Secrétariat, les taux d'intérêt à court terme du deutsche mark ont augmenté d'environ d'un demi-point de pourcentage, les taux à long terme un peu moins. L'effet direct de cette hausse a été de réduire le différentiel de taux d'intérêt en faveur d'autres monnaies de la CEE; certaines de celles-ci ont subi des pressions, quelques interventions ont été nécessaires et les cours ont légèrement fléchi. Cette évolution a été particulièrement nette pour le franc français, le franc belge et le florin, et dans les trois pays concernés la réponse a été identique: après avoir constaté, après 1, 2 ou 3 jours, que les interventions ne pouvaient, à elles seules, résoudre le problème, les taux d'intérêt ont été relevés pour restaurer les différentiels à l'égard du deutsche mark et cela a suffi pour éliminer les tensions. Au total, la remontée des taux d'intérêt allemands s'est transmise dans la même proportion aux taux d'intérêt des pays concernés. Toutefois, la répercussion a touché essentiellement les taux à court terme, les taux à long terme, par exemple, ont continué à baisser en France.

Dans les autres pays participant au mécanisme de change, l'incidence des mesures allemandes a été moins nette. Au Danemark, l'effet a été un léger repli du cours de la couronne mais les taux d'intérêt sont restés inchangés et des interventions n'ont pas été nécessaires. En Italie, les taux d'intérêt n'ont pas augmenté et le différentiel s'est donc amenuisé avec le deutsche mark. La lire s'est néanmoins raffermie et est revenue dans la bande étroite. Cette bonne performance s'explique par le maintien, pour des raisons internes, d'un niveau toujours élevé des taux d'intérêt et aussi par des entrées de capitaux qui ont pu être accrues par les mesures

de libération prises à l'automne. Celles-ci tendent à augmenter la confiance dans l'économie italienne et la banque centrale a pu démontrer au marché qu'il y a un risque dans les deux sens sur la lire.

Au total, il existe actuellement une grande confiance dans la stabilité des relations de change au sein du mécanisme et les mouvements de taux d'intérêt retrouvent par conséquent une grande importance. Ainsi, le relèvement des taux d'intérêt sur le deutsche mark a été suffisant pour créer des problèmes à plusieurs monnaies, problèmes qui ont cependant été vite résolus par le rétablissement des différentiels de taux d'intérêt.

En dehors du mécanisme de change du SME, deux monnaies, la livre sterling et la peseta, présentent plusieurs similitudes. Dans les deux pays concernés, l'économie est en surchauffe, la politique budgétaire n'a pas réussi à calmer la conjoncture et la politique monétaire supporte la charge, en étant restrictive. Les taux d'intérêt ont donc augmenté, entraînant des afflux de capitaux qui provoquent une appréciation de la monnaie. Ainsi, le cours de la peseta s'est raffermi de 3 à 4% depuis début décembre 1988 et, sur l'ensemble de l'année 1988, le deutsche mark s'est déprécié, en termes réels, d'environ 10% vis-à-vis de la peseta et de la livre sterling.

Le tableau 3 de la Série mensuelle des statistiques "concertation" montre l'activité des banques centrales dans le marché de l'Ecu privé. Les investissements croissants en Ecus privés qui ont été décrits dans le Rapport No 64 se sont poursuivis; rien qu'en décembre 1988, les Ecus privés détenus par les banques centrales ont augmenté d'environ 2 milliards; la moitié de ce chiffre est imputable à la Banca d'Italia, la Bank of England a aussi accru ses avoirs en liaison avec la vente de bons du Trésor en Ecus. Les banques centrales d'Espagne, du Portugal et de Norvège ont également acheté des Ecus privés contre d'autres monnaies, probablement pour diversifier leurs réserves. Pour l'ensemble de l'année 1988, les avoirs en Ecus privés des banques centrales ont augmenté de 7 milliards passant de 4 à 11 milliards.

B. Exposé de M. Papademos

Suite au résumé de M. Dalgaard de la réunion du groupe "Surveillance", le Comité des Suppléants s'est concentré essentiellement sur trois sujets:

- le raffermissement du dollar et ses répercussions sur le processus d'ajustement;
- l'évolution récente au sein du SME;
- la peseta et la politique économique espagnole.

1. Le dollar

En ce qui concerne le renforcement récent du dollar, certains Suppléants ont estimé que celui-ci restait à un niveau raisonnable alors que d'autres considéraient que le cours était relativement élevé. Il n'est pas aisé de dire si cette récente reprise est un phénomène temporaire ou un signe avant-coureur d'une appréciation à plus long terme du dollar. Les facteurs fondamentaux de l'économie américaine n'ont pas changé et beaucoup dépendra de la politique menée par la nouvelle administration américaine.

Un certain scepticisme a été exprimé, toutefois, quant à la question de savoir si les opérateurs du marché étaient pleinement conscients des effets à long terme des déséquilibres structurels existant entre les principales puissances commerciales du monde. Cette situation ne peut durer indéfiniment.

Il a été estimé que la parité dollar/deutsche mark actuelle semble acceptable aux autorités américaines. Une dépréciation du dollar en dessous de ce niveau accentuerait les pressions inflationnistes puisque la capacité de production américaine est presque entièrement utilisée. D'un autre côté, une appréciation du dollar au-dessus du niveau actuel aurait des effets négatifs sur les comptes courants.

Le raffermissement du dollar n'a pas facilité le processus d'ajustement bilatéral qui s'est considérablement ralenti et cette évolution est bien sûr un sujet de préoccupation, notamment pour les autorités allemandes.

Il a été également indiqué que le taux de change était un instrument d'ajustement uniquement dans la mesure où les déséquilibres sont de nature fondamentale et non pas cyclique. Ainsi, une dévaluation du dollar n'améliorerait pas la balance des paiements américaine, le déséquilibre devra être corrigé par des mesures de politique intérieure.

2. Le SME

La remontée des taux d'intérêt aux Etats-Unis a amené les autorités allemandes à relever le taux Lombard de 0,5%. Ce relèvement a provoqué une sorte de hausse compétitive des taux d'intérêt dans plusieurs pays européens, destinée à préserver les différentiels de taux d'intérêt. Le fait que certains pays ont agi de la sorte pour s'opposer aux sorties de capitaux à court terme a montré la sensibilité de ces capitaux aux variations des différentiels de taux.

Le Suppléant allemand a souligné que le deutsche mark s'est déprécié en 1988 en termes réels de 4,5% globalement et de 10% environ vis-à-vis de la livre sterling et de la peseta. En conséquence, les exportations ont progressé plus rapidement que les importations et les autorités ont dû

utiliser les taux d'intérêt pour éviter une nouvelle dépréciation du deutsche mark. Il a indiqué que dans les circonstances actuelles la Bundesbank ne souhaitait pas voir monter à nouveau les taux d'intérêt. Le retour à un système d'adjudication à taux fixe au lieu du système d'enchères américain a été utilisé pour donner au marché un signal clair à cet égard. Cependant, la possibilité d'une augmentation des taux d'intérêt dans un avenir proche ne peut être exclue, en particulier si le deutsche mark continue de se déprécier par rapport au dollar.

D'après certains Suppléants, le rôle du taux de change dans le processus d'ajustement a sans doute été surestimé. La demande intérieure en Europe a progressé mais pas au même rythme partout et il a été noté que si le Royaume-Uni et l'Espagne avaient été membres du mécanisme de change du SME, leurs monnaies n'auraient pas pu s'apprécier comme elles l'ont fait.

D'autre part, il a été généralement considéré qu'il devrait y avoir une action concertée en Europe à l'égard du dollar et que une telle action pourrait avoir, comme dans le passé, un effet favorable sur les marchés qui ne sont pas très au clair actuellement quant aux intentions des banques centrales.

3. La peseta et la politique économique espagnole

Le Suppléant espagnol a présenté certains développements récents de l'économie espagnole. La peseta s'est nettement raffermie en raison de la remontée des taux d'intérêt. Le taux de croissance élevé en 1988 est allé de pair avec une accentuation des pressions inflationnistes. L'appréciation de la monnaie est considérée comme un instrument puissant pour combattre l'inflation, malgré l'effet négatif sur le déficit des comptes courants qui est croissant. Il reste à voir combien de temps cette politique peut être maintenue mais il semble qu'elle pourrait être poursuivie durant l'année 1989. La politique budgétaire a contribué au processus d'ajustement, peut-être pas autant qu'il serait nécessaire. Les récentes mesures de libéralisation du contrôle des changes en Espagne ont été saluées par les Suppléants et il a été mentionné qu'en raison des taux d'intérêt espagnols élevés, cette libéralisation probablement stimulerait les mouvements de capitaux plutôt à l'entrée qu'à la sortie.

4. Interventions en monnaies du SME

Le Suppléant allemand a rappelé l'accord écrit existant entre les banques centrales de la CEE en matière d'intervention. Il a été souligné

que, avant une intervention, la banque centrale intervenante devrait en premier discuter la question avec la banque centrale dont la monnaie doit être utilisée dans l'intervention. Un tel comportement est essentiel pour s'assurer que l'utilisation de la monnaie en cause dans les interventions ne compromettra pas la cohésion au sein du SME.

Le Président remercie M. Dalgaard et M. Papademos pour leurs exposés et constate que les Gouverneurs n'ont pas de remarques à formuler.

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 décembre 1988 et des premiers jours de janvier 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. Echange de vues sur le programme de travail du Comité pour l'année 1989

Le Président rappelle qu'un schéma de programme de travail du Comité pour 1989 (voir Annexe) a été transmis en même temps que le projet d'ordre du jour de la séance. Avant de demander à M. Papademos de rendre compte de la discussion des Suppléants, il précise que le programme est fondé sur des décisions ou des engagements déjà pris par le Comité et contient aussi certains dossiers encore ouverts. Bien entendu, le programme n'a pas un caractère définitif car il est impossible, à ce stade, de prévoir d'une part toutes les questions qui peuvent surgir et que le Président ou les Gouverneurs jugeraient utile d'examiner, d'autre part les sujets sur lesquels le Comité pourrait être appelé à exprimer un avis.

A. Exposé de M. Papademos

Les Suppléants ont passé en revue le programme de travail du Comité pour 1989 et ont marqué un accord général sur le schéma proposé.

Les Suppléants ont discuté certains aspects de procédure relatifs au prochain réexamen du panier de l'Ecu (points 3 et 8 du programme). Il y a lieu de rappeler, à cet égard, qu'une revue de la composition de l'Ecu

doit avoir lieu d'ici septembre 1989 et qu'elle relève du Conseil statuant sur proposition de la Commission après avis du Comité monétaire et du Conseil d'administration du FECOM. Cependant, la date à laquelle les Gouverneurs devront remettre leur avis n'est pas encore claire. En fait, cette date dépendra du calendrier qui sera adopté pour le réexamen du panier de l'Ecu. Comme il a déjà été indiqué dans le Rapport No 64 du "Groupe Dalgaard", on peut envisager de procéder en deux étapes, c'est-à-dire que le Conseil déciderait et annoncerait les nouveaux poids attribués aux monnaies composantes quelques mois avant que le nouveau panier soit effectivement en vigueur. Dans une telle hypothèse, le Conseil d'administration du FECOM devrait se saisir de cette question avant septembre. Il y aura peut-être plus de clarté quant au calendrier dans ce domaine après l'examen par les Gouverneurs, en février, du nouveau rapport qui a été demandé au "Groupe Dalgaard" sur l'incidence probable sur les marchés de la prochaine révision de l'Ecu. Le représentant de la Commission a souligné que les vues des Gouverneurs sur la procédure à suivre et le calendrier seraient très appréciées.

Enfin, il a été noté que le programme de travail, pour ce qui concerne le renforcement du SME et l'intégration monétaire, devrait être mis au point après l'achèvement du rapport du "Comité Delors" et la réunion du Conseil européen en juin. En outre, il a été mentionné que, mis à part le suivi du rapport du "Comité Delors", le Comité des Gouverneurs pourrait procéder à une évaluation du fonctionnement de la surveillance et de la coordination des politiques monétaires qui ont été mises en oeuvre à la suite de l'Accord de Bâle-Nyborg.

B. Discussion du Comité

M. de Larosière estime que, étant donné l'importance que les marchés attachent de plus en plus à la définition et à la composition de l'Ecu, un examen de cette question seulement à la séance des Gouverneurs du 12 septembre 1989 apparaît trop tard. Il serait préférable de se saisir de la question du réexamen du panier de l'Ecu plus tôt, par exemple en juin ou en juillet. C'est une affaire qui est très importante pour les marchés, pour le fonctionnement du système financier en Europe et pour l'activité des places financières. Il serait donc souhaitable de prendre les décisions assez rapidement afin de ne pas laisser trop d'incertitude dans ce domaine.

M. Godeaux se demande si les Gouverneurs ont besoin d'un délai supplémentaire par rapport à l'étude que le "Groupe Dalgaard" doit présenter en février. Sur la base de celle-ci, c'est-à-dire le Rapport No 65, le

Comité pourrait avoir une discussion approfondie de la question du réexamen du panier de l'Ecu.

Le Président rappelle que, en ce qui concerne le réexamen des poids des monnaies composant l'Ecu, qui apparaît comme point 8 dans le schéma de programme de travail, il est précisé, en note en bas de page, que le réexamen pourrait avoir lieu plus tôt, mai, juin ou juillet, en fonction de la procédure et du calendrier qui seront retenus par toutes les instances intéressées. La suggestion de M. de Larosière est donc tout à fait acceptable et appropriée. S'agissant de la remarque de M. Godeaux, le Président indique que le Comité discutera effectivement en février la question du réexamen du panier de l'Ecu sur la base du Rapport No 65 du "Groupe Dalgaard"; les Gouverneurs pourront alors juger s'il est nécessaire de revenir encore sur cette question à une séance ultérieure.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 14 février 1989; elle commencera à 10 heures ou à 9 heures 30 si les travaux du "Comité Delors" amènent à avancer l'horaire habituel.

SCHEMA DE PROGRAMME DE TRAVAIL DU COMITE DES GOUVERNEURS POUR 1989

Sujets à traiter	Date pour l'examen par le Comité	Travail préparatoire à faire par:
1. Programme de travail pour 1989	Janvier	Comité des Suppléants
2. Surveillance de l'évolution économique et monétaire au sein du SME	chaque séance mensuelle	Comité des Suppléants "Groupe Dalgaard"
3. Impact du prochain réexamen du panier de l'Ecu(1)	Février	"Groupe Dalgaard"
4. Interventions stérilisées et non stérilisées	Février	"Groupe Raymond" (Note méthodologique)(2)
5. Evolution et coordination des politiques monétaires dans les pays de la CEE	Mars, Juillet et Novembre	"Groupe Raymond"
6. Perspectives à plus long terme des chan- gements dans la structure des taux de change	Avril	Comité des Suppléants Dr Bockelmann
7. Evolution des finances publiques et im- plications pour la politique économique	Mai	"Groupe Raymond" (Note et statist. mises à jour)
8. Réexamen des poids des monnaies compo- sant l'Ecu	Septembre(3)	Comité des Suppléants
9. Renforcement du SME et intégration monétaire(4)	Automne	Comité des Suppléants Groupes d'experts
10. Revue annuelle de l'évolution de l'Ecu privé	Décembre	"Groupe Dalgaard"
11. Autres sujets Préparation: - de la Réunion du Comité intérimaire - du Conseil ECOFIN informel - de l'Assemblée annuelle du FMI	Mars Mai Septembre	Comité des Suppléants Comité des Suppléants Comité des Suppléants

- 1) Suite à la discussion du Rapport No 64, le Comité des Gouverneurs a invité le "Groupe Dalgaard" à examiner de manière plus approfondie l'impact probable du prochain réexamen du panier de l'Ecu.
- 2) Une note datée du 24 octobre 1988 a été transmise avec le Rapport No 33 sur les politiques monétaires, mais elle n'a pas encore été examinée par les Suppléants et les Gouverneurs.
- 3) Le réexamen doit être terminé en septembre. Une date plus tôt, mai, juin ou juillet, pourrait toutefois être retenue en fonction de la procédure et du calendrier qui seront adoptés pour le réexamen du panier de l'Ecu. Conformément à l'article 2 du Règlement (CEE) No 3180/78 du Conseil du 18 décembre 1978, une décision sur la révision de l'Ecu est prise par le Conseil sur proposition de la Commission, après avis du Comité monétaire et du Conseil d'administration du FECOM.
- 4) Ces sujets sont actuellement étudiés par le "Comité Delors"; leur examen par le Comité des Gouverneurs dépendra des développements qui apparaîtront, en particulier lors du Conseil européen en juin 1989.

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

DECEMBRE 1988

Le présent rapport retrace l'évolution, durant le mois de décembre 1988 et les premiers jours de janvier 1989, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation¹.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- redressement du dollar EU, qui est revenu au niveau du début du mois de novembre;
- maintien d'une stabilité d'ensemble au sein du SME avec, au total, de faibles variations des positions dans la bande du système;
- nouveau renforcement prononcé de la peseta espagnole.

Le dollar EU s'est progressivement raffermi envers toutes les grandes monnaies. Tout au long d'une grande partie du mois, il a bénéficié de statistiques favorables sur la poursuite de la croissance économique aux Etats-Unis. Il a également été soutenu par la hausse des taux d'intérêt américains à court terme et la demande de dollars des entreprises pour les

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

opérations de fin d'année dans des marchés dont l'activité a été de plus en plus réduite en raison des congés. Le dollar a fini le mois en hausse d'environ 2% par rapport au yen, au deutsche mark et à la livre sterling.

Au sein du SME, le franc français et le franc belge ont été soumis au milieu du mois à une certaine tension en liaison avec la hausse des taux d'intérêt allemands; les banques centrales concernées y ont fait face en relevant leurs taux d'intérêt afin de rétablir le différentiel avec le deutsche mark, et la situation s'est à nouveau stabilisée par la suite. La lire italienne a continué de faire preuve d'une assez grande fermeté, tandis que la couronne danoise s'est légèrement repliée.

Le deutsche mark s'est affaibli de 1,9% par rapport au dollar EU malgré une certaine hausse des taux d'intérêt. Le 15 décembre, le taux lombard a été augmenté de 0,5 point, à 5,5%. Le deutsche mark ne s'est pratiquement pas modifié par rapport aux autres monnaies, de sorte que son indice pondéré (1972 = 100) ne s'est, dans l'ensemble, que légèrement replié de 170,4 fin novembre à 169,9.

Le franc français, qui avait été l'objet de dégagements de positions en début de période en raison de la réduction de l'écart entre ses taux de rémunération et ceux du mark, s'est sensiblement redressé par la suite. Le relèvement des taux directeurs de la Banque de France le 14 décembre et les prévisions économiques encourageantes pour 1989 ont été les principaux facteurs de cette amélioration.

Alors que le franc belge s'était bien comporté en début de période permettant à la Banque Nationale de Belgique d'acquérir des devises dans les marchés, vers la mi-décembre, le franc a subi temporairement des pressions dues surtout au rétrécissement du différentiel d'intérêt vis-à-vis de la devise allemande. La Banque Nationale de Belgique est dès lors intervenue à la vente en devises et, étant donné le mouvement général de hausse des taux, elle a également décidé de relever ses taux officiels en deux étapes. Les taux d'escompte et d'avance ont ainsi été augmentés à respectivement 7,75% et 8%. Les deux dernières semaines, le franc belge s'est de nouveau redressé, permettant à la banque centrale de reprendre ses rachats de devises pour des montants importants et même de réduire les taux de certificats à plusieurs échéances.

La position du florin néerlandais dans la partie supérieure de la bande du SME n'a, dans l'ensemble, guère subi de modification. Le florin s'est légèrement affaibli vis-à-vis du deutsche mark en raison d'une nouvelle réduction de l'écart des taux d'intérêt à court terme durant la première partie du mois. Parallèlement aux décisions prises dans le même sens ailleurs, la Nederlandsche Bank a relevé de 0,5 point son taux d'escompte et son taux

d'avance à compter du 16 décembre, pour les porter à 4,5% et 5,25% respectivement.

La couronne danoise a cédé un peu de terrain et s'est établie, en fin de mois, sensiblement en dessous du milieu de la bande du SME. Les taux d'intérêt du marché monétaire ont été relativement stables, d'où une réduction des écarts de taux d'intérêt par rapport à d'autres monnaies du SME.

La livre irlandaise est demeurée relativement stable dans la partie supérieure de la bande du SME. Des entrées nettes de capitaux pendant le mois se sont traduites par des achats nets de devises par la Central Bank of Ireland.

Par suite de la persistance d'entrées de capitaux, la lire italienne a continué de s'apprécier et a fluctué depuis le milieu du mois autour de la limite inférieure de la bande étroite. Pour contenir la création de base monétaire, la Banca d'Italia ne s'est pas opposée à cette tendance et n'a procédé qu'à des interventions limitées en monnaies du SME en vue de lisser les mouvements de la lire.

La livre sterling a fait l'objet d'une forte demande au début du mois de décembre à la suite du relèvement de 1%, en novembre, des taux directeurs au Royaume-Uni; au milieu du mois, elle avait cependant perdu ses gains en raison de l'anticipation d'un relèvement des taux d'intérêt en Europe. Dans les marchés calmes qui ont caractérisé la période de Noël, la livre s'est affaiblie à l'égard du dollar mais s'est raffermie envers la plupart des autres monnaies. Son indice pondéré a diminué de 0,8%, pour se situer à 77,7 (1975 = 100) et à 97,4 sur la nouvelle base (1985 = 100).

La drachme grecque s'est dépréciée de 1,9% par rapport au dollar EU, mais est restée inchangée vis-à-vis de l'Ecu. En termes effectifs, elle a fléchi de 0,4%.

La peseta espagnole a continué de s'apprécier durant la période sous revue de 2% vis-à-vis de l'Ecu et est restée pratiquement inchangée envers le dollar. La fermeté de la peseta a été causée par des entrées de capitaux aussi bien à long terme qu'à court terme. Ces entrées de capitaux ont été stimulées par une nouvelle hausse des taux d'intérêt destinée à modérer l'expansion de la demande interne. Le 13 décembre, le Banco de España a relevé son taux d'intervention de l'argent au jour le jour de 1 point à 12,4% et a porté parallèlement le taux des pensions à trois mois de 11,75% à 12% le 7 décembre et à 12,5% le 13 décembre.

L'escudo portugais s'est déprécié de 0,2% en décembre en termes effectifs et de 3,5% sur l'ensemble de l'année 1988, ce qui est conforme à

la politique définie par les autorités en matière de change. Par rapport au dollar EU, l'escudo a perdu 1,7%.

Après un raffermissement temporaire en octobre et en novembre, le franc suisse s'est à nouveau affaibli; il a perdu 3,3% par rapport au dollar EU et 1,5% vis-à-vis des principales monnaies européennes. Pondérée en fonction des exportations, sa valeur a perdu au total 1,7%. Les taux de l'eurofranc se sont stabilisés à un niveau supérieur (entre 4,5 et 5%). A la mi-décembre, l'objectif de masse monétaire a été fixé à 2% pour 1989. En même temps, le taux officiel et le taux lombard ont été relevés de 1/2 point chacun, à 3 1/2% et 5 1/2% respectivement.

Le schilling autrichien s'est affaibli de 1,9% vis-à-vis du dollar EU, après avoir fluctué dans une fourchette de 3,9%. Par rapport au deutsche mark, il n'a varié que de 0,1%. Le 16 décembre, le taux lombard a été relevé d'un demi-point, à 5,5%. Le fléchissement sensible de la position en devises de la Banque Nationale d'Autriche est lié à l'achat de 8 milliards de schillings par la Münze Österreich AG. Pour éviter un excès temporaire de liquidités sur le marché monétaire interne, ce montant est placé temporairement en devises et sera utilisé au courant de l'année pour le service de la dette extérieure de la République d'Autriche.

La couronne norvégienne a eu tendance à s'apprécier au cours du mois. Le taux de l'argent au jour le jour de la Norges Bank a encore été abaissé de 0,4 point à 12%, à compter du 5 décembre, cette décision ayant été largement anticipée par le marché. La demande de couronnes a également permis d'effectuer quelques interventions à l'achat, de sorte que plus de la moitié de la perte de réserves enregistrée au milieu du mois de novembre a pu être récupérée.

La couronne suédoise a été stable dans la partie supérieure de la bande de l'indice. Au milieu du mois, quelques entrées de capitaux se sont produites dans le cadre d'opérations de non-résidents.

Le mark finlandais a fluctué en termes effectifs au sein d'une bande étroite. Par suite de la légère augmentation des taux à court terme du marché monétaire, vers la fin du mois, il s'est quelque peu raffermi dans un marché étroit lié à la proximité de la fin de l'année.

Le yen japonais s'est déprécié de 2,2% envers le dollar EU pour s'établir en clôture à Y 124,90 pour un dollar EU. Ce mouvement est conforme au sentiment légèrement moins baissier qui a affecté le dollar EU, par suite du relèvement des prix du pétrole, d'un élargissement des écarts de taux d'intérêt entre le Japon et les Etats-Unis et des transferts de dollars

à la fin de l'année par les filiales d'entreprises multinationales américaines. Le yen s'est aussi légèrement affaibli envers l'Ecu.

Le dollar canadien a fluctué dans une large bande, s'établissant en fin de mois à \$EU 0,8386, soit une baisse de 0,4% sur l'ensemble de la période. Il a atteint en début de mois le niveau le plus élevé depuis sept ans (\$EU 0,8444) en raison du sentiment très positif dont il a bénéficié après les élections fédérales du 21 novembre; il s'est ensuite affaibli vers le milieu du mois à son cours le plus bas de \$EU 0,8278, en réaction à la demande de dollars EU pour les opérations commerciales de fin d'année et des prises de bénéfices sur les entrées de capitaux spéculatifs à des fins d'investissement, qui avaient été à l'origine de la récente vigueur du dollar canadien. Par la suite, dans un marché traditionnellement étroit en cette période de l'année, le dollar canadien s'est raffermi, étant donné que les opérations sur devises effectuées par les entreprises pour la présentation des comptes de fin d'année étaient déjà réalisées et que les entrées de capitaux aux fins de placements ont repris.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Les interventions des banques centrales se sont fortement réduites en décembre par rapport au mois précédent. Au total, les achats nets se sont élevés à \$EU 0,6 milliard, au lieu de \$EU 7,9 milliards en novembre. C'est la Banque du Canada qui est intervenue le plus massivement, tant à l'achat qu'à la vente, avec au total environ \$EU 0,2 milliard de ventes nettes. La Banque de France a également effectué des ventes relativement importantes.

b) Interventions en monnaies communautaires et en Ecus privés

Les interventions des banques centrales de la Communauté en monnaies du SME ont atteint l'équivalent de \$EU 1,4 milliard, soit pratiquement le même chiffre qu'en novembre (\$EU 1,3 milliard). Les interventions ont été faites presque exclusivement en deutsche marks.

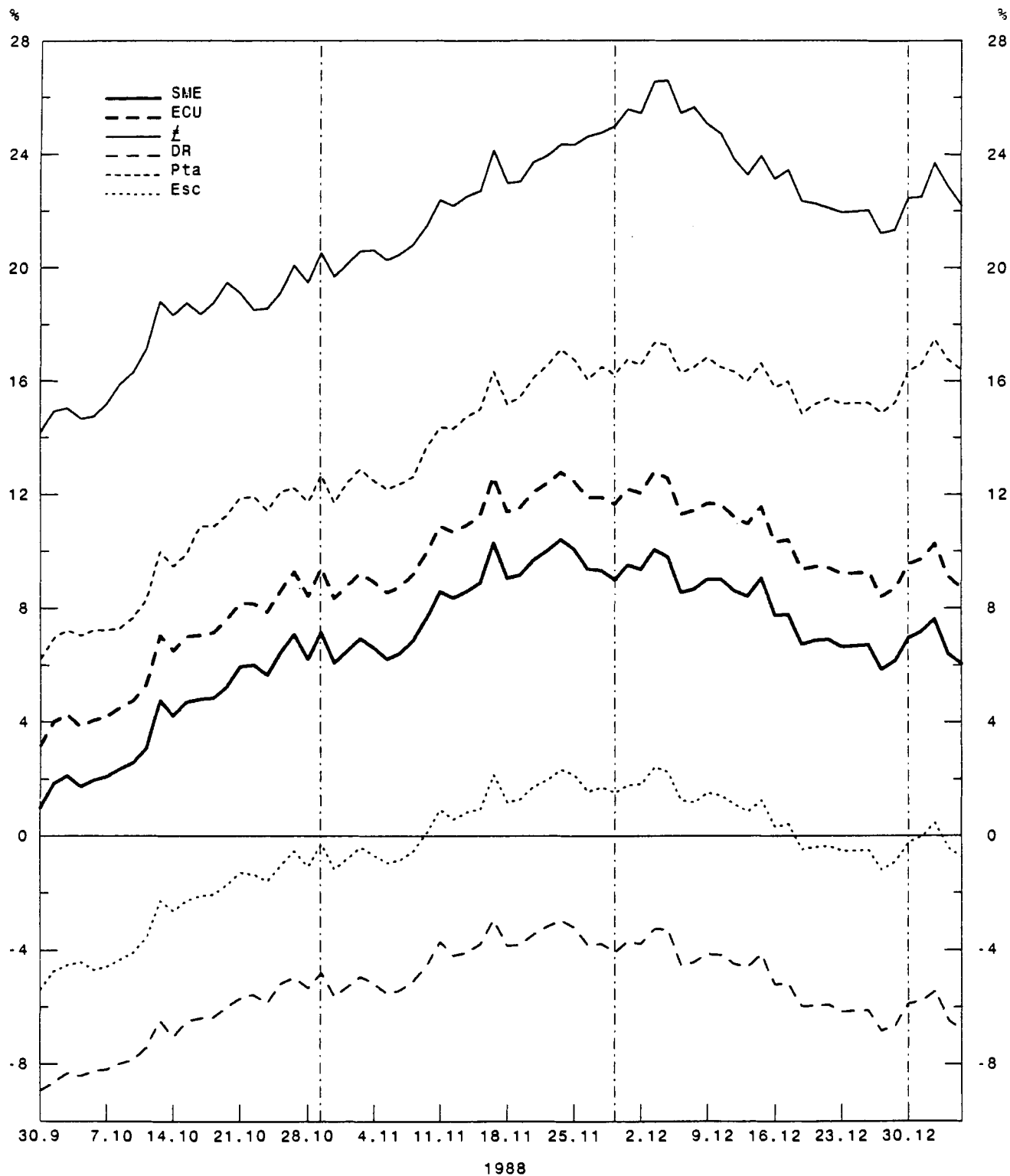
Les principaux achats nets ont été effectués par la Banque Nationale de Belgique, tandis que les principales ventes nettes ont été le fait de la Banque de France.

III. EVOLUTION JUSQU'AU 6 JANVIER

Le dollar s'est d'abord affaibli durant les tout premiers jours de janvier, mais il est ensuite remonté et a dépassé son niveau de fin d'année, suite aux nouveaux chiffres sur le maintien de la vigueur de l'économie américaine.

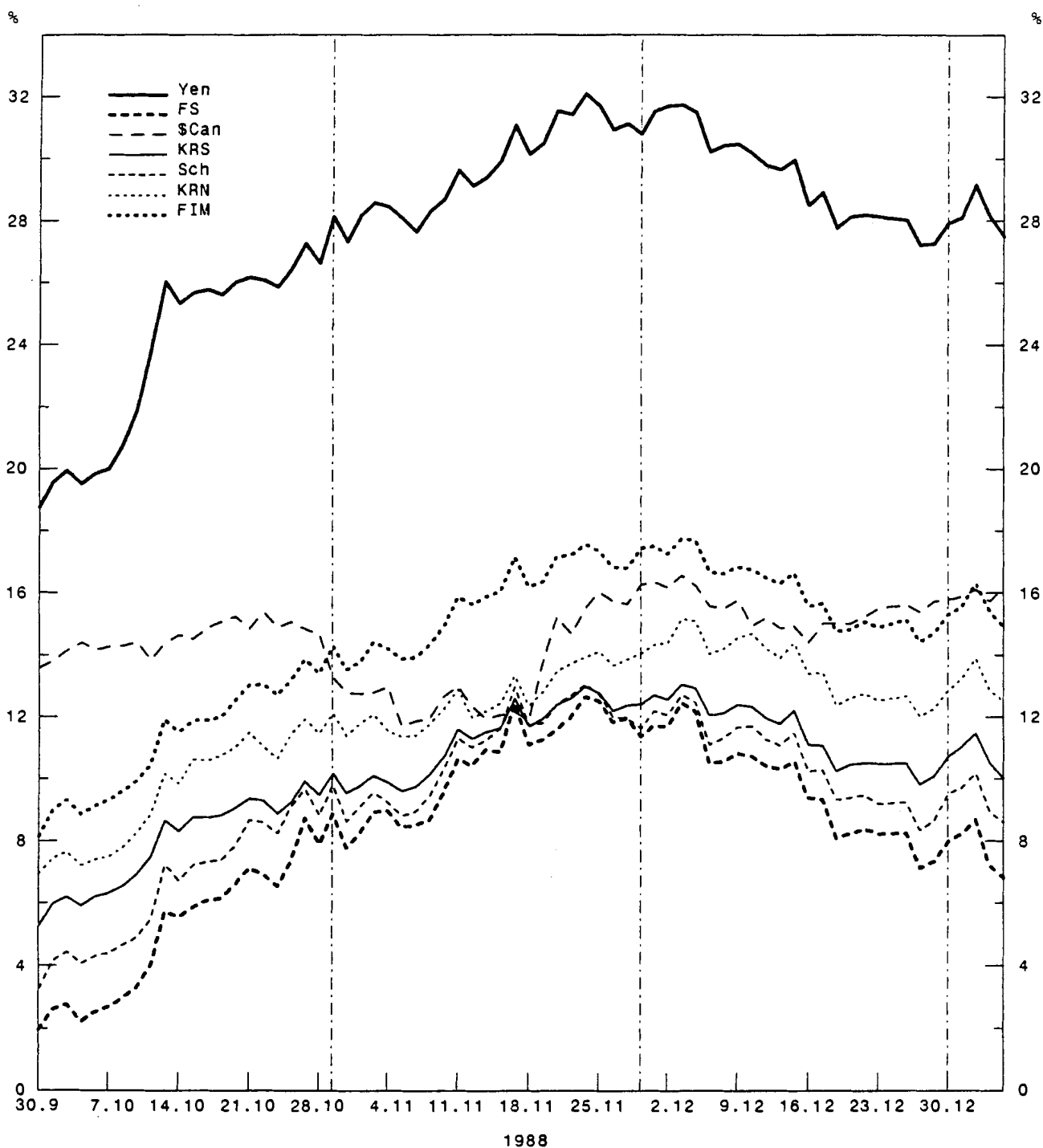
Au sein du SME, la situation est demeurée stable.

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*



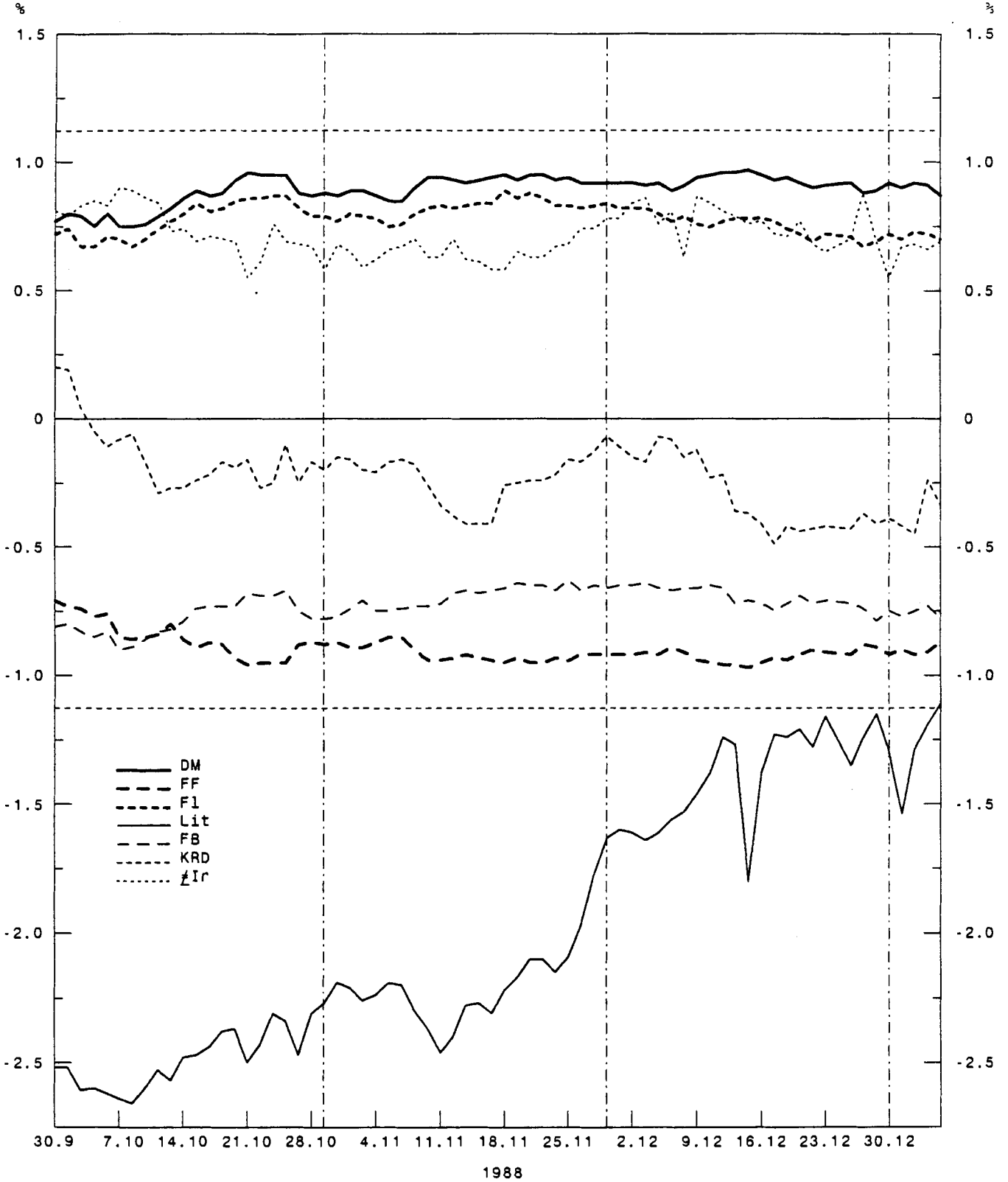
* Voir page suivante.

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*

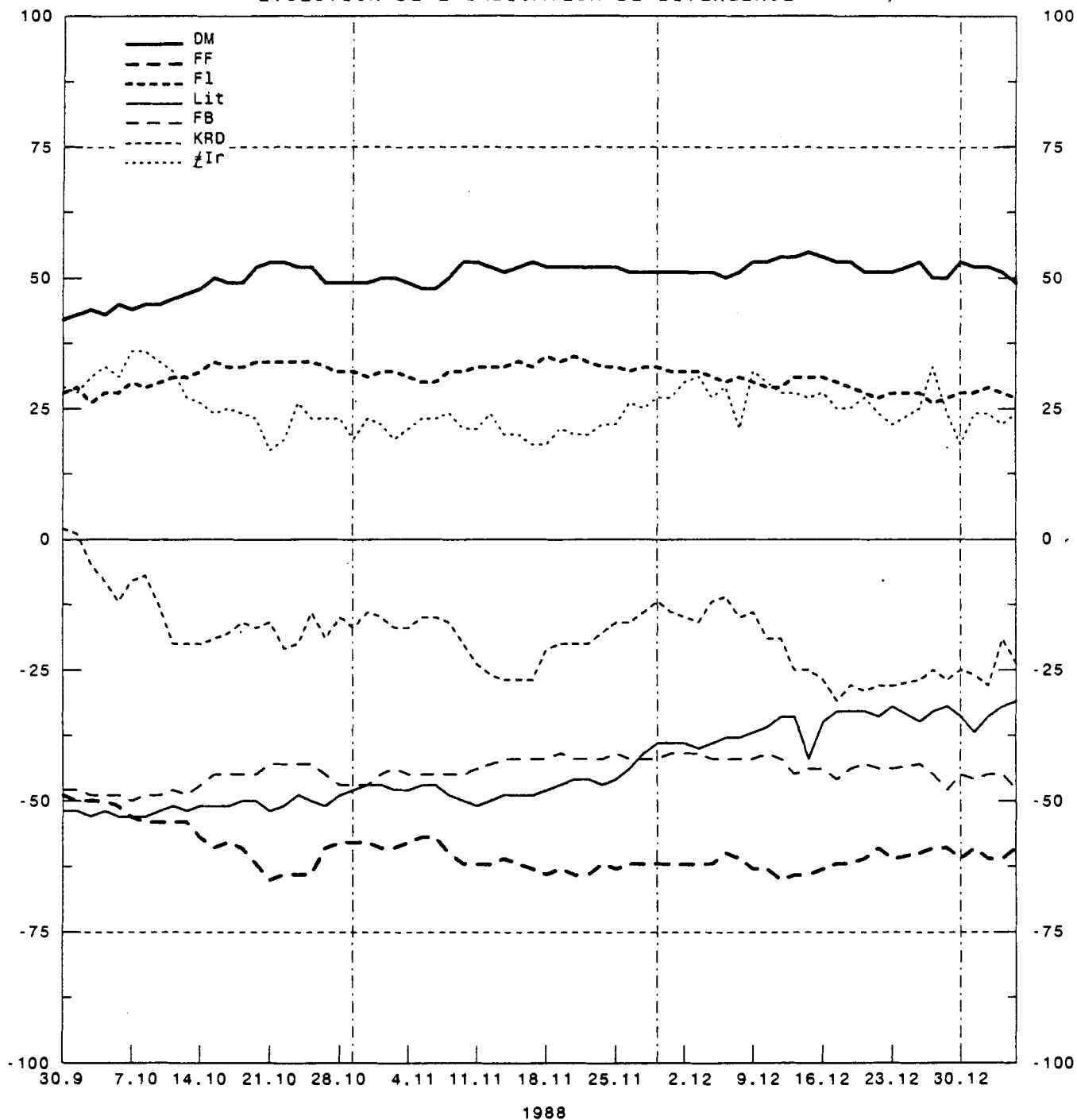


* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995; FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975; Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des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

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

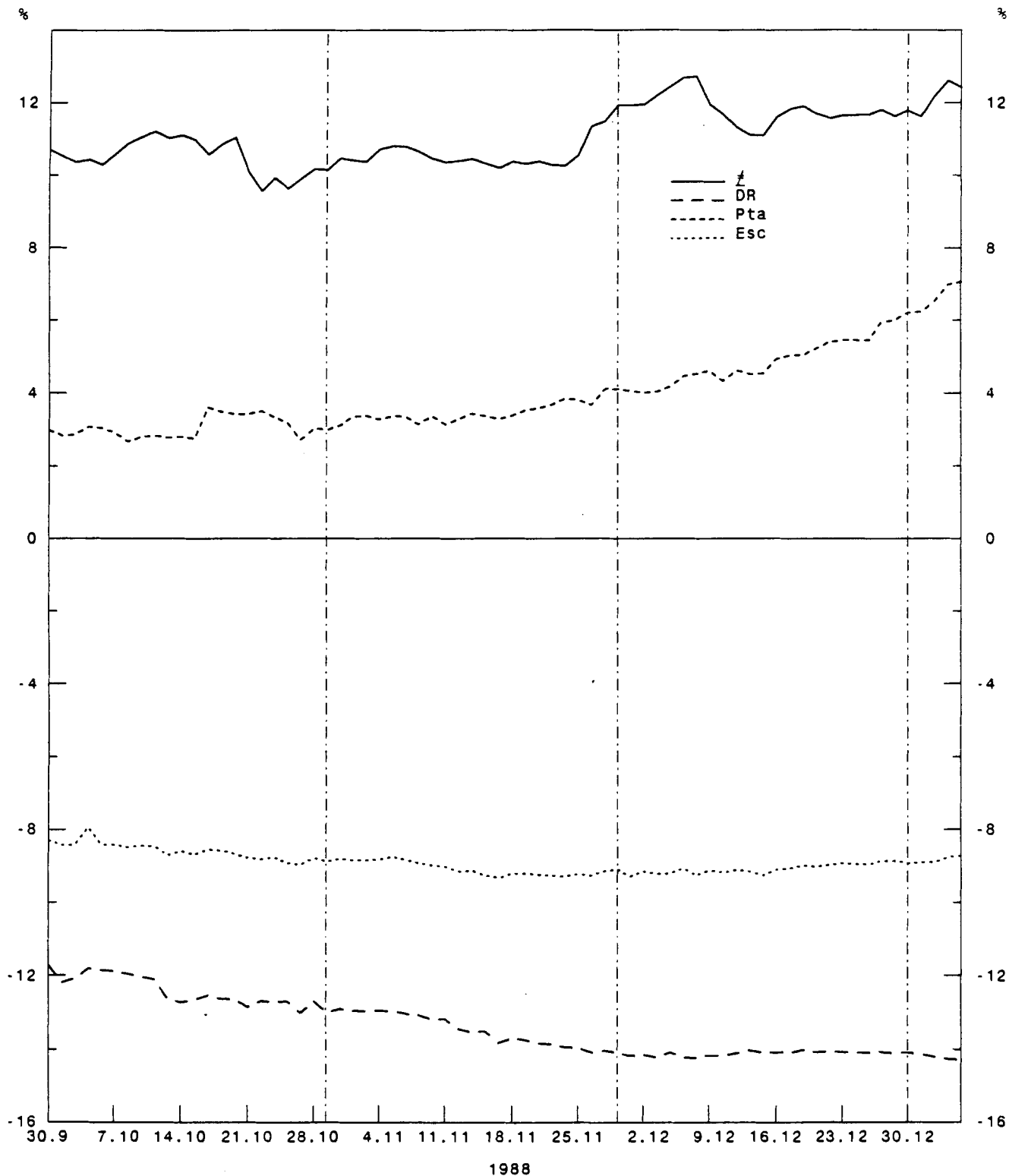


EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



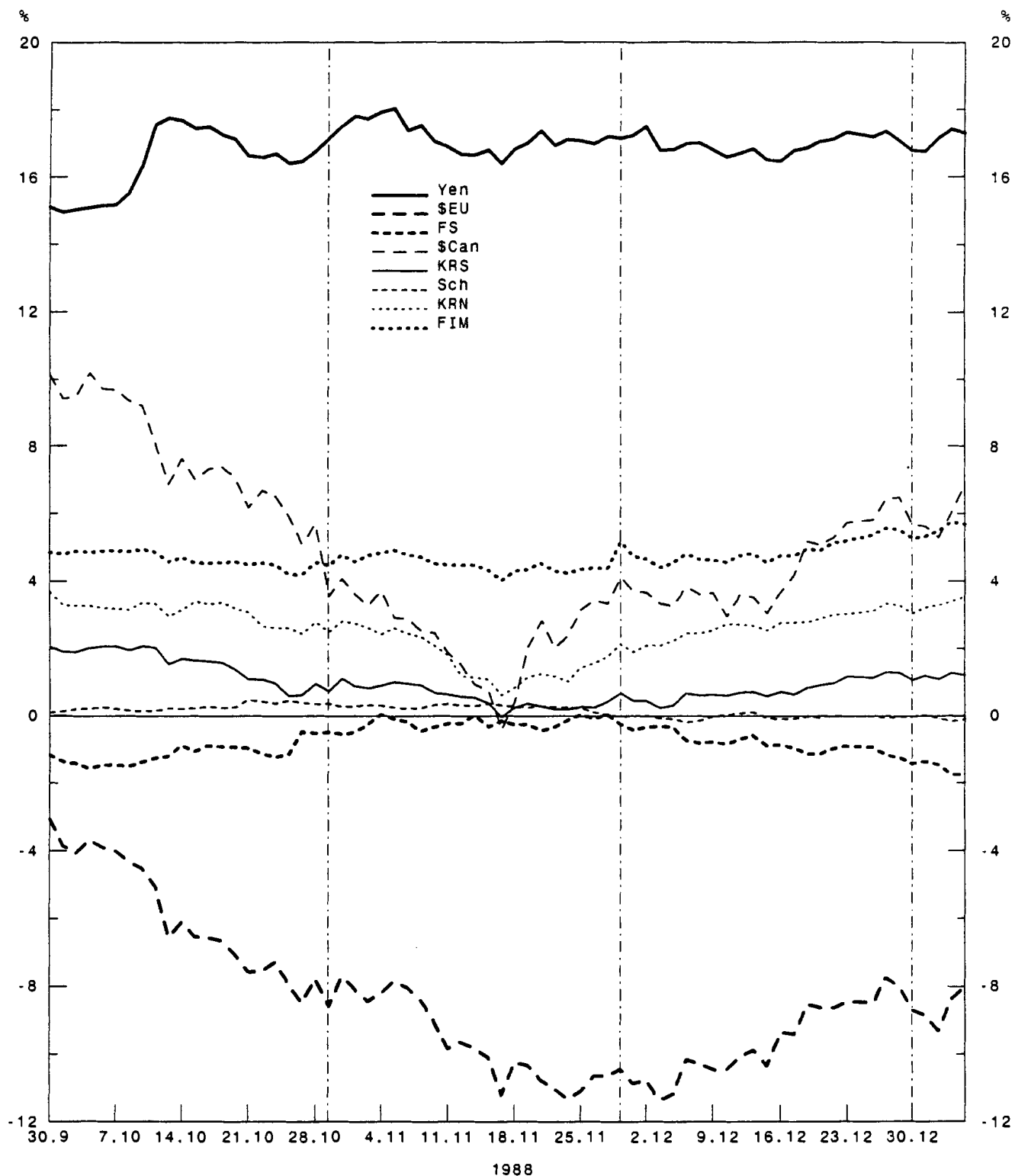
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU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

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



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

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



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