

PROCES-VERBAL *
DE LA 215^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 MAI 1987 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Masera; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Bussers; 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. Sánchez-Pedreño et Durán; le Sous-Gouverneur de la Banque de France, M. Waitzenegger, accompagné par M. Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; 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 M. Pereira Dias; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Russo, accompagné par M. Boyd; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assistent en outre MM. Dalgaard et Raymond, Présidents des groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue au Gouverneur Doyle qui vient d'être nommé à la tête de la Central Bank of Ireland.

* Texte définitif approuvé lors de la séance du 15 juin 1987 et présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

M. Doyle est connu depuis longtemps des Gouverneurs, étant donné que, dans ses différentes fonctions, il a été souvent en contact avec eux. Le Comité est très heureux de pouvoir bénéficier désormais de son expérience et de sa contribution.

Le Président indique, d'autre part, que M. Russo participe pour la dernière fois à une séance du Comité du fait de sa nomination au poste de Directeur du Département Europe au Fonds monétaire international. M. Russo a participé fidèlement pendant quatre ans aux travaux du Comité en sa qualité de Directeur Général des Affaires économiques et financières; il a accompli au sein du cercle des banques centrales une tâche pas facile avec beaucoup de compétence et de dévouement. Les Gouverneurs se réjouissent de savoir que, dans ses nouvelles fonctions, M. Russo continuera de s'occuper d'affaires européennes et qu'ils poursuivront donc une collaboration avec lui; ils lui adressent tous leurs vœux de succès dans sa nouvelle carrière.

I. Approbation du procès-verbal de la 214e séance

En raison de sa diffusion tardive, l'approbation du projet de procès-verbal de la 214e séance est renvoyée à la séance de juin.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire:

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois d'avril et des premiers jours de mai 1987;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE

M. Dalgaard commente le rapport annexé au procès-verbal et met en relief quelques éléments, en particulier:

- la baisse du dollar beaucoup plus forte à l'égard du yen que du deutsche mark, ce qui a conduit la relation de change entre ces deux monnaies à se rapprocher du niveau record atteint par le yen en été 1986;
- l'ampleur considérable des interventions durant avril et la première semaine de mai, interventions qui ont respecté l'esprit de l'Accord

- du Louvre en ce sens que, en général, les achats ont été faits en dollars et les ventes en deutsche marks et en yens;
- l'apparition de quelques légères tensions dans le SME pendant la dernière semaine d'avril en liaison avec un raffermissement du deutsche mark et peut-être aussi avec la fin de la période des reflux de capitaux consécutifs au réalignement de janvier;
 - la décision de la Banca d'Italia, début mai, de laisser la lire italienne se replier sensiblement;
 - la continuation de fortes pressions à la hausse sur la livre sterling qui ont conduit la Bank of England à intervenir massivement (par exemple plus de \$EU 3 milliards en un seul jour);
 - les mesures prises par les autorités espagnoles en vue de freiner les entrées de capitaux à court terme induites par les conditions monétaires internes; malgré les pressions, la peseta est restée relativement stable vis-à-vis des monnaies du SME au cours des trois derniers mois.

A. Exposé de M. Dini

Au cours de la discussion qui a suivi la présentation par M. Dalgaard du "rapport concertation", les Suppléants ont noté que la faiblesse du dollar durant les dernières semaines s'est traduite par des pressions à la hausse sur quelques monnaies européennes, en particulier le deutsche mark, qui ont soumis la cohésion du SME à certaines tensions. Aussi longtemps que les pressions à l'appréciation vis-à-vis du dollar ont été principalement centrées sur le yen, les interventions par la Deutsche Bundesbank ont été minimes alors que d'autres banques centrales européennes ont acheté des dollars et se sont abstenues d'intervenir en deutsche mark, en accord avec le souhait de la Bundesbank. Plus récemment, lorsque des pressions sur le deutsche mark se sont développées, certaines banques centrales européennes ont vendu des montants substantiels de dollars et de deutsche marks.

Les interventions de soutien du dollar effectuées depuis le début de 1987 ont entraîné une augmentation des réserves des banques centrales de 75 milliards de dollars. Un tel montant montre que les Etats-Unis n'attirent plus d'entrées de capitaux "spontanées" et qu'ils sont en fait devenus exportateurs nets de capitaux. Il a été toutefois souligné que, récemment, les taux d'intérêt ont augmenté aux Etats-Unis et ont continué

de baisser au Japon, ce qui a rétabli un différentiel substantiel en faveur des taux américains (environ 5%, spécialement pour les échéances à long terme). Certaines indications montrent que cette évolution a déjà contribué à ramener les investisseurs japonais vers le marché des titres du Trésor américain.

Sur cette toile de fond, les Suppléants ont discuté les moyens possibles pour réduire les tensions dans le SME et contribuer à la stabilisation du dollar. Ils ont été informés que la Bundesbank avait décidé d'offrir des "repurchase agreements" sur la base d'adjudications, ce qui devrait se traduire par un déclin des taux d'intérêt du marché monétaire (actuellement à 3,8%). Il a été rappelé que la marge pour des réductions de taux d'intérêt en Allemagne était limitée, étant donné que l'expansion monétaire est forte et supérieure aux objectifs. Par ailleurs, si des pressions à la baisse continuaient à s'exercer sur certaines monnaies du SME, une hausse des taux d'intérêt sur ces monnaies et/ou des interventions à la vente de deutsche marks réduiraient les tensions dans le système.

Les Suppléants ont accueilli favorablement les intentions de la Bundesbank en matière de taux d'intérêt. Certains d'entre eux sont préoccupés par le fait qu'une hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, bien qu'inévitable dans les circonstances actuelles, peut avoir des conséquences négatives sur la croissance économique; ils ont donc souligné que des taux d'intérêt plus bas au Japon et en Europe seraient utiles.

Les Suppléants ont également bénéficié de commentaires spécifiques concernant l'évolution du taux de change et des taux d'intérêt au Royaume-Uni et en Italie.

La pression à la hausse sur la livre sterling a continué même après la récente baisse de 0,5% du taux de base; il a été souligné que depuis la présentation du budget à la mi-mars, les taux d'intérêt à court terme se sont repliés de 2%. Cela met en relief le dilemme de politiques dans lequel les autorités du Royaume-Uni se trouvent. Une appréciation supplémentaire du sterling et/ou un nouveau déclin des taux d'intérêt ne se justifient pas sur la base des données fondamentales: l'inflation est encore relativement élevée, l'activité économique est vigoureuse et la compétitivité de l'économie britannique a été érodée par l'appréciation de 6,5% de la monnaie nationale depuis l'Accord du Louvre du 22 février 1987.

En ce qui concerne la récente dépréciation de la lire, il a été noté que celle-ci était restée stable vis-à-vis du deutsche mark, depuis le

réalignement de janvier jusqu'au 24 avril 1987, quand le raffermissement du deutsche mark à l'égard du dollar a été accompagné d'un affaiblissement de la lire et du franc français en dépit d'interventions, par la Banca d'Italia et la Banque de France, d'un montant de \$EU 900 millions durant les derniers jours d'avril. Cette évolution a suscité des anticipations d'une nouvelle dépréciation de la lire, nécessitant des interventions importantes durant les premiers jours de mai. Dans ces conditions, le 8 mai, le taux de change de la lire a chuté d'environ 1%, alors que la Banca d'Italia continuait de vendre des montants importants de deutsche marks. La décision d'accepter un tel ajustement du taux de change doit aussi être considérée dans le contexte des nouvelles mesures de libération des mouvements de capitaux que les autorités italiennes ont l'intention d'annoncer prochainement.

B. Discussion du Comité

Le Président présente quelques remarques sur la lire en tant que Gouverneur de la Banca d'Italia. Il précise que la Banca d'Italia est intervenue pour des montants importants (l'équivalent de plus de \$EU 2 milliards) durant la période du 28 avril au 8 mai, pour faire face aux pressions sur la lire. Compte tenu de cette situation et de la décision du gouvernement italien d'annoncer des mesures de libération des mouvements de capitaux, la Banca d'Italia a estimé opportun de laisser glisser le cours: il y a donc eu une descente contrôlée de 713 liras par deutsche mark le 23 avril à 725 liras le 8 mai. Cette politique entre tout à fait dans le cadre de la souplesse plus grande de la gestion des cours de change qui est discutée dans le Comité et les groupes de travail. Les mesures de libération devraient entraîner l'élimination complète des restrictions que l'Italie a imposées aux mouvements de capitaux après les deux chocs pétroliers. Il s'agit en particulier de l'abrogation du dépôt non rémunéré sur les investissements en actifs financiers étrangers, dépôt introduit en 1974 au taux de 50% et graduellement réduit depuis deux ans jusqu'à 15%.

M. Pöhl demande à son collègue britannique comment la Bank of England fait face à l'excès de liquidité résultant des achats d'environ \$EU 11 milliards effectués au cours des six dernières semaines et si ces achats ne risquent pas de déclencher des tensions inflationnistes. Il demande ensuite au Président si le dépôt non rémunéré, qui va être aboli en Italie,

s'appliquait uniquement aux actifs en monnaies étrangères ou aussi aux actifs en Ecus.

M. Leigh-Pemberton indique qu'après l'Accord du Louvre et la présentation en mars du budget pour l'année 1987-1988 la livre sterling a connu une réévaluation flatteuse mais qui est devenue embarrassante. Cette pression à la hausse a résulté également d'investissements japonais délaissant le dollar. La réaction à cette évolution n'a pas été facile. L'arme des taux d'intérêt a été utilisée mais avec prudence du fait de l'expansion rapide du crédit, la décre de deux points de pourcentage apparaissant comme le maximum acceptable sur le plan de la politique interne. D'autre part, une nouvelle hausse de la livre apparaît problématique étant donné ses effets sur l'évolution des exportations et la compétitivité. Dans ces conditions, les autorités se sont résolues à intervenir massivement, ce qui a entraîné un doublement des réserves officielles par rapport à février 1987 et également un fort accroissement de la liquidité. Ce dernier devrait être neutralisé en absorbant graduellement la liquidité excédentaire d'ici la fin de l'année. Il faut rappeler aussi que la pression à la hausse sur la livre a certainement été en rapport aussi avec les spéculations sur la date des prochaines élections et sur le résultat de celles-ci.

En réponse à la question de M. Pöhl, le Président précise que le dépôt non rémunéré s'applique à tous les investissements en actifs étrangers quelle que soit la monnaie. Les autorités pouvaient toutefois accorder des dérogations; c'était le cas prévu par exemple pour des investissements directs importants faits par des entreprises italiennes à l'étranger et pour certaines émissions en Ecus. L'abolition complète du dépôt, qui est tout à fait bienvenue, fera disparaître ce pouvoir discrétionnaire et rétablira l'égalité de traitement pour tous.

Le Président ajoute que, lorsque les pressions à la baisse se sont exercées sur la lire, la Banca d'Italia a rendu les conditions de la liquidité plus rigoureuses, ce qui a entraîné une hausse de deux points des taux d'intérêt à court terme; elle a procédé par exemple à des ventes de titres pour absorber de la liquidité.

Le Président constate que le "rapport concertation" est approuvé par le Comité, rapport qui sera transmis, comme d'habitude, aux Ministres des Finances des pays de la CEE.

III. Examen des politiques monétaires en vigueur dans les pays de la CEE
sur la base:

- du Rapport No 30 du groupe d'experts présidé par M. Raymond;
- de la Série mensuelle de statistiques

A. Exposé de M. Raymond

Le Rapport No 30, rapport semestriel régulier du groupe d'experts, évalue l'état des politiques monétaires dans leur environnement économique.

C'est sur ce dernier que porte le chapitre I, dont les conclusions essentielles sont les suivantes.

L'inflation a atteint en 1986 le niveau le plus bas depuis 17 ans, grâce à la conjonction des baisses de prix à l'importation et de facteurs internes. Malgré une remontée récente des indices, ce résultat devrait être consolidé en 1987 mais on ne pourra plus compter sur l'amélioration des termes de l'échange pour réaliser de nouveaux progrès.

Inférieure aux prévisions en 1986, la croissance est constamment révisée en baisse dans les prévisions pour 1987. Elle a eu pour moteur l'an dernier la consommation privée, qui devrait moins progresser désormais. Quant à l'environnement extérieur, il reste médiocrement porteur. Le Royaume-Uni, l'Espagne, le Portugal et l'Italie sont mieux partagés que leurs partenaires.

En 1986, les paiements courants se sont détériorés en volume, mais améliorés en valeur grâce au redressement des termes de l'échange, à l'exception toutefois du Danemark et des Pays-Bas, ainsi que du Royaume-Uni où les termes de l'échange se sont détériorés.

1987 devrait être marqué par un fléchissement de l'excédent courant global de la Communauté, traduisant une réduction des soldes nationaux les plus positifs.

La situation de la main-d'oeuvre est caractérisée par des résultats inégaux en matière de chômage, dont le solde global indiquerait une légère détente dans la Communauté, et par une reprise de la progression des salaires réels qui, justifiée par la soudaine désinflation en 1986, pourrait devenir à la longue préoccupante si elle se poursuivait.

En matière budgétaire, sujet qui sera exposé aux Gouverneurs avec plus de détails en juillet, la situation tend dans l'ensemble à s'améliorer. Cette évolution devrait se poursuivre dans la plupart des pays en 1987,

sauf aux Pays-Bas et en Allemagne où la politique budgétaire devrait devenir un peu plus expansive.

C'est le marché des changes qui est l'origine des principales difficultés: la mobilité accrue des capitaux tranfère avec plus de vigueur aux cours des devises l'instabilité des anticipations des opérateurs, qui sont témoins de grands déséquilibres économiques et financiers. Les amples fluctuations du dollar et du yen ont affecté la stabilité des monnaies du SME, qui se sont globalement appréciées. Les Accords du Louvre, après une période d'accalmie, se heurtent à un certain scepticisme sur les marchés, qui jugent insuffisantes la coordination des politiques entre les grands blocs et la réduction des déséquilibres les plus flagrants.

Au sein du SME, le dernier réalignement, précédé et tardivement suivi par d'amples interventions, ne s'est pas traduit dans les faits par des déplacements de cours importants.

Le rapport aborde dans son chapitre II l'examen des politiques monétaires. Il commence, dans une section qui est une nouveauté, par confronter leur application avec l'évolution des taux de change entre pays membres. Les experts ont ainsi anticipé, à titre de test, sur une proposition qui figurera dans leur Rapport spécial, à venir pour le mois prochain, sur l'incidence de la libération des mouvements de capitaux sur les politiques monétaires.

A plusieurs titres, l'application des politiques des pays adhérant au mécanisme de change a été perturbée par les tensions qui se sont produites sur les cours, et n'a pas permis d'éviter le réalignement de janvier. Les conflits entre la stabilisation du taux de change et le respect des objectifs internes a été parfois aigu. La politique des taux d'intérêt a été dominée par des considérations domestiques (dépassement des objectifs monétaires en Allemagne, décrue profonde de l'inflation en France, par exemple) jusqu'au moment où les tensions ont pris sur le marché des changes une vigueur insupportable. Les pays à monnaie faible ont relevé leurs taux d'intérêt à court terme en décembre et janvier; l'Allemagne a abaissé les siens après le réalignement en vue de favoriser des reflux de capitaux qui tardaient à se manifester.

Le degré de sévérité des politiques monétaires n'a pas sensiblement varié. Les experts estiment qu'il s'est quelque peu atténué en Allemagne, au Portugal et en Espagne, et renforcé en Grèce.

L'expansion monétaire est restée forte en Allemagne et, pour fM3, au Royaume-Uni. Elle a été affectée dans divers pays par la modification de la courbe des rendements et l'innovation financière. Dans divers cas, les objectifs quantitatifs intermédiaires ont été dépassés. Toutefois, ces déviations ont pu être expliquées dans des conditions qui incitaient à ne pas recommander un resserrement des dispositifs en vigueur. Les taux de liquidité sont demeurés dans l'ensemble assez stables.

Le rôle respectif des contreparties externe et interne a beaucoup varié selon les pays, en relation avec les mouvements de capitaux.

Les taux d'intérêt nominaux ont fléchi au second semestre de 1986, sont remontés pour culminer en janvier, et ont légèrement fléchi après le réalignement, de façon d'ailleurs inégale. Les taux déflatés se sont plutôt détendus.

Au total, les experts réitèrent leur recommandation de pratiquer des politiques de taux d'intérêt sur les marchés monétaires plus actives et plus différenciées. Cela est actuellement nécessaire surtout en vue de la stabilisation à court terme des taux de change.

B. Exposé de M. Dini

Les Suppléants partagent très largement les principales conclusions du rapport du "Groupe Raymond". Ils se félicitent de l'inclusion dans le rapport d'une section séparée sur la coordination des politiques monétaires et estiment que cette partie du rapport devrait être élargie et renforcée à l'avenir. Il a été indiqué en particulier que l'analyse des conflits entre les objectifs interne et externe des pays membres devrait être plus explicite; il a été noté que la simple référence aux objectifs monétaires comme norme de politique ne permet pas d'identifier la réponse appropriée qu'il convient d'apporter aux développements monétaires externes tout en visant à améliorer la cohésion du SME. En outre, il est important que l'analyse des exigences du SME en termes de différentiels de taux d'intérêt, d'interventions et de flexibilité de taux de change, soit en mesure de fournir une orientation pour le futur et qu'à cette fin elle soit menée selon une approche plus tournée vers l'avenir. Certains Suppléants ont aussi estimé que l'analyse des développements réels - composantes interne et externe de la demande et la relation avec les taux de change - pourrait

être développée et liée plus explicitement au problème de la coordination des politiques monétaire et budgétaire.

Les Suppléants ont observé avec satisfaction que, depuis le réalignement de janvier, les vues concernant la gestion appropriée du SME ont convergé considérablement; en particulier, un large accord s'est fait jour sur le besoin d'une flexibilité accrue des taux d'intérêt et des taux de change à l'intérieur des bandes de fluctuation afin de prévenir la spéculation et de maintenir le contrôle des agrégats monétaires.

Certains Suppléants ont noté que les récents changements des taux d'intérêt et des taux de change se sont produits dans un environnement caractérisé par le ralentissement de la croissance économique et la perspective d'un chômage élevé, ce qui souligne le besoin de coordonner les politiques monétaires au sein du SME et aussi en relation avec les monnaies tierces. La question qui se pose est comment rendre cette coordination plus efficace. A cet égard, il a été souligné qu'il existe des limites au degré de flexibilité des taux d'intérêt qui peut être accepté. Les interventions continueront donc d'être utiles même si elles ne sont pas suffisantes à elles seules pour assurer la stabilité des taux de change.

Certains Suppléants ont observé que les prévisions pour 1987 incluses dans le Rapport No 30, notamment en matière de croissance et de balance des paiements, devraient être mises à jour à la lumière des plus récents développements. Quelques remarques ont également été faites sur des données de pays individuels.

En réponse aux commentaires des Suppléants, M. Raymond a indiqué que le prochain rapport spécial du groupe contiendra une analyse des méthodes concrètes et des moyens destinés à améliorer la coordination monétaire dans le SME et que les données et prévisions du Rapport No 30 pourraient être mises à jour avant la transmission de ce document au Comité monétaire.

En ce qui concerne les travaux sur le renforcement du SME et les implications de la libération des mouvements de capitaux, les Suppléants ont été informés que les deux groupes d'experts, présidés respectivement par M. Dalgaard et M. Raymond, comptaient terminer leurs rapports vers la fin du mois de mai. Les Suppléants se réuniront à Bâle le dimanche 14 juin 1987 à 15 heures pour discuter ces documents. Cette discussion sera aussi utile pour la préparation du rapport oral que le Président du Comité des Gouverneurs est appelé à présenter au Conseil ECOFIN, le 15 juin 1987.

C. Discussion du Comité

M. Leigh-Pemberton indique que le Rapport No 30 se réfère à plusieurs reprises à l'expansion du "broad money" dans le Royaume-Uni. En fait, l'objectif pour £M3 a été suspendu. Cela ne signifie pas cependant un changement de la politique monétaire dont l'orientation doit être jugée sur la base des conditions monétaires en général. Il y a une tendance à détenir de plus en plus des actifs financiers sous forme de dépôts bancaires et le "broad money" qui a donc été gonflée reflète tout autant des inclinations à l'épargne que des possibilités nouvelles de dépenses.

La croissance devrait être d'au moins 3% en termes réels en 1987, soit sensiblement le même résultat qu'en 1986, mais elle devrait reposer sur une meilleure base avec, en particulier, un ralentissement de la consommation et de bonnes perspectives pour les investissements. La détérioration de la balance commerciale devrait être moins prononcée que ce qui a été prévu dans le dernier budget (déficit de £ 2,5 milliards, ou 1% du PNB). Les dépenses publiques devraient légèrement augmenter et la fiscalité devrait être allégée, suite notamment aux très bonnes rentrées fiscales enregistrées en 1986-87 du côté des entreprises. Le taux des impôts sur les sociétés a été réduit en plusieurs étapes de 45 à 35% et, en même temps, certaines possibilités de déduction généreuses ont été abolies. Au total, ces mesures ont eu d'excellents résultats sur le plan des recettes fiscales et ont supprimé des distorsions, par exemple des décisions d'investissement prises uniquement pour des considérations fiscales. De même, la réduction de 85 à 60%, du taux d'impôt frappant les revenus les plus élevés a eu des effets positifs sur les recettes fiscales. Le taux d'inflation reste proche de la moyenne communautaire; la désinflation demeure un objectif important et le rythme annuel actuel de 4% pourrait tomber à 3,5% au cours de 1987. La progression des coûts unitaires du travail n'est pas excessive étant donné que la forte progression des salaires est accompagnée d'une amélioration sensible de la productivité.

M. Duisenberg présente quelques commentaires sur les comptes courants de la balance des paiements néerlandaise dont l'évolution constitue une illustration intéressante du processus d'ajustement. Les Pays-Bas ont connu cinq années d'excédents courants très importants, variant de 2% du PNB en 1980 à 4,5% en 1985 où le chiffre a atteint 18 milliards de florins.

L'effet favorable des termes de l'échange s'est poursuivi assez longtemps du fait du décalage de temps entre la baisse des prix du pétrole et celle des prix du gaz. La réduction de l'excédent courant n'est pas tellement due à une perte de compétitivité de l'économie néerlandaise, mais plutôt à l'affaiblissement des échanges internationaux et à l'appréciation effective de la monnaie nationale. La tendance à la diminution de l'excédent devrait se poursuivre et ce dernier pourrait être de l'ordre de 2% du PNB en 1987 et de 1% en 1988. Si ce processus n'est pas surprenant, la vitesse avec laquelle il s'est produit a étonné. Il importe maintenant que le secteur interne et le secteur public s'adaptent à cette nouvelle situation d'un compte courant revenu à des proportions plus normales.

M. Waitzenegger centre ses propos sur un commentaire et deux questions concernant le problème de la coordination des politiques monétaires. L'importance de celle-ci a été mise en relief, à juste titre, dans l'excellent rapport du "Groupe Raymond" qui, pour la première fois, consacre une partie importante à ce sujet. On peut être d'accord sur le principe d'une meilleure coordination des politiques monétaires; elle est certainement centrale au fonctionnement harmonieux du SME et nécessaire à une meilleure convergence entre les économies des pays membres. Toutefois, deux séries de questions se posent. En premier lieu, quel est le contenu concret que l'on peut donner à cette coopération monétaire? Comment peut-on la mettre en pratique? Elle exigera sans doute un consensus sur des objectifs communs, notamment en matière de taux d'intérêt. Il serait donc souhaitable que, dans le cadre des études en cours sur l'amélioration du SME, des suggestions concrètes puissent être discutées par les Gouverneurs, et le "Groupe Raymond" pourrait faire des propositions à cette fin.

La seconde question concerne la portée et les limites d'une coordination des politiques monétaires qui, bien que nécessaire, n'est peut-être pas suffisante. Cette coordination devrait être considérée comme un élément intégré d'un système reposant également sur d'autres instruments, notamment l'existence d'une politique commune vis-à-vis des monnaies tierces et un fonctionnement mieux équilibré des mécanismes du SME. Ces sujets feront sans doute partie des discussions des Gouverneurs dans les mois à venir. Bien entendu, une convergence accrue des facteurs fondamentaux est indispensable ainsi qu'un renforcement de la coordination non seulement des politiques monétaires mais également des politiques économiques au sens plus large. A cet égard, on peut se demander si une surveillance mutuelle

reposant sur des indicateurs objectifs, comme cela commence à être fait dans le cadre du FMI, ne devrait pas être envisagée à l'intérieur de la zone monétaire européenne.

M. Pöhl présente quelques réflexions à propos de la coopération monétaire dans le cadre du SME. Les écarts de taux d'intérêt jouent un très grand rôle dans la stabilisation des taux de change dans le SME et des écarts importants existent effectivement. Par exemple, les taux d'intérêt à court terme danois sont environ trois fois supérieurs aux taux allemands et ont sans doute contribué à la fermeté de la couronne danoise. La concertation et la coordination doivent être intensifiées mais en pratique des difficultés appréciables apparaissent et chaque pays risque de se trouver dans des situations de conflit: d'une part, le désir de stabiliser le cours de change, d'autre part, les nécessités internes. Ainsi, les partenaires de l'Allemagne souhaitent que celle-ci baisse ses taux d'intérêt; c'est un souhait généralisé et justifié et les autorités continueront, par des petits pas, de peser sur les taux d'intérêt. Toutefois, depuis quatorze mois, l'expansion monétaire dépasse l'objectif et, même si l'inflation est très faible, le gonflement de la masse monétaire finira par avoir une influence avec un certain décalage. Dans cette perspective, une baisse des taux d'intérêt n'apparaît pas raisonnable et d'ailleurs la Deutsche Bundesbank est critiquée en Allemagne pour sa politique trop expansionniste et imprudente.

M. Russo informe le Comité que les Services de la Commission ont l'intention de préparer un document, avec une trentaine d'indicateurs, qui servirait deux fois par an à l'exercice de coordination des politiques que le Comité monétaire ferait, le premier exercice de ce genre devant avoir lieu à la réunion de juillet.

A propos du renforcement du SME, M. Russo observe que la bande de fluctuation est plus largement utilisée depuis quelque temps par les pays du SME, ce qui signifie que les limites pourraient être plus souvent atteintes. Dans ces conditions, il serait utile de revoir la limite d'acceptabilité de l'Ecu afin d'assurer la crédibilité d'un fonctionnement du système dans lequel le besoin d'intervenir à l'intérieur des marges pourrait se réduire, alors que les interventions aux limites seraient plus importantes et fréquentes.

S'agissant du dilemme mentionné par M. Pöhl, M. Russo pense qu'étant donné le système auquel l'Allemagne et ses partenaires participent, le dépassement des objectifs monétaires pourrait parfois être évité en baissant les taux d'intérêt plutôt qu'en les relevant.

M. Hoffmeyer se réfère aux remarques de M. Pöhl sur l'écart des taux d'intérêt entre l'Allemagne et le Danemark et indique que cet écart est certes assez important, de l'ordre de 6,5 points, mais qu'il est très semblable si l'on fait la comparaison avec l'Irlande et l'Italie et beaucoup plus élevé avec l'Espagne.

Le Président conclut la discussion du Comité en remerciant encore une fois M. Raymond et son groupe d'experts pour les travaux accomplis et en présentant quelques remarques.

L'échange de vues a mis en relief une des grandes questions souvent évoquée dans ce Comité, à savoir le rapport entre la politique monétaire et la politique de change dans un contexte de libération croissante des mouvements de capitaux. Il s'agit de rechercher opiniâtement et de trouver le fameux équilibre ou "trade off" entre les différentes exigences. Les travaux sur le renforcement du SME devraient se poursuivre dans cet esprit. Le problème n'est pas seulement de modifier les procédures suivies mais peut-être d'opérer un changement profond de l'approche des banques centrales quant à leur gestion quotidienne. Il est en effet toujours plus facile de se mettre d'accord sur les idées que sur le plan pratique ou opérationnel. A cet égard, la section nouvelle sur la "coordination" dans le Rapport No 30 est tout à fait bienvenue; les experts devraient persévérer dans cette voie et donner une tournure concrète à leurs travaux; leurs propositions seraient examinées en juin par les Suppléants et en juillet par les Gouverneurs.

Les questions de coordination rejoignent et complètent le grand thème de la convergence. Les succès obtenus dans ce domaine étaient peut-être un peu précaires, d'où l'importance de continuer les efforts sur une base solide; le seul fait qu'il y ait des écarts de taux d'intérêt importants montre qu'il reste encore du chemin à parcourir.

Le Président termine en précisant qu'en vue de sa transmission au Comité monétaire et, comme d'habitude, le Rapport No 30 pourra être corrigé et, si nécessaire, certaines données pourraient être mises à jour.

IV. Signature de l'Acte relatif à l'adhésion du Banco de España à l'Accord sur le SME

Le Président indique que les Gouverneurs vont être invités à signer l'Acte d'adhésion du Banco de España à l'Accord sur le SME; les trois versions habituelles, allemande, anglaise et française, vont être présentées aux Gouverneurs. Il ajoute qu'on ne peut que se féliciter de voir le cercle des participants au système s'agrandir.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Demande de la Finlands Bank de participer à la concertation

Le Président rappelle que, suite au sentiment favorable exprimé par les Gouverneurs en avril, M. Kullberg, Gouverneur de la Finlands Bank, lui a adressé une demande formelle de participation à la concertation, demande qui a été remise aux Gouverneurs de la CEE. Ces derniers devraient donc maintenant confirmer leur accord. Le Président répondra ensuite à M. Kullberg et le Secrétariat organisera avec la Finlands Bank les détails pratiques de la participation effective de cette institution à la concertation.

Le Président constate l'accord du Comité.

2. Nouveau réseau de téléconférence

M. Dini est heureux d'informer le Comité que les Suppléants ont atteint un accord sur le lieu d'installation de l'équipement central du nouveau réseau téléphonique. Suivant la recommandation de M. Dalgaard et à la lumière de considérations techniques concernant essentiellement l'entretien du système, il a été convenu que l'équipement central serait installé à la Deutsche Bundesbank à Francfort. C'est dans cette ville que le service d'entretien le plus rapide peut être garanti alors que les différences dans le coût de location des lignes téléphoniques seraient probablement faibles, que l'équipement central soit placé à Francfort ou dans d'autres lieux. Un facteur capital à cet égard est le fait que le fabricant du matériel choisi, Telenorma AG, a son centre principal, tant pour le "hardware" que pour le "software", à Francfort et que ses experts en matière de lignes téléphoniques sont également dans cette ville.

L'accord des Suppléants a été obtenu à l'unanimité mais, en examinant les avantages et les inconvénients des différents lieux d'installation possibles, certains Suppléants n'ont pas été très satisfaits de la procédure et du processus de décision en deux étapes qui ont été suivis, à savoir choix, en premier lieu, du système et, seulement après coup, choix du lieu de l'équipement central. Ils ont néanmoins accepté, dans un esprit de coopération, les considérations techniques présentées par M. Dalgaard en faveur du choix de Francfort comme centre du système.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

En raison de l'Assemblée annuelle de la BRI, la prochaine séance du Comité des Gouverneurs se tiendra le lundi 15 juin 1987 à 10 heures.

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

AVRIL 1987

Le présent rapport retrace l'évolution, durant le mois d'avril et les premiers jours de mai 1987, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation*.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En avril, les marchés de change ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- une nouvelle baisse quasi générale du dollar qui s'est effectuée à un rythme irrégulier et avec une ampleur inégale selon les monnaies:
 - . particulièrement forte à l'égard du yen qui a atteint un nouveau record historique vis-à-vis du dollar,
 - . notable vis-à-vis de la livre sterling et du franc suisse,
 - . plus réduite vis-à-vis des monnaies du SME ;
- de très importants mouvements de capitaux qui ont nécessité la mise en oeuvre d'interventions massives et concertées des banques centrales dans le cadre de l'Accord du Louvre, pour des volumes comparables à ceux de mars;
- un affaiblissement marqué du dollar canadien.

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

Le marché du dollar EU a continué d'être orienté à la baisse. Les ventes de dollars ont porté initialement sur le yen, mais comme des achats de dollars contre yens par les autorités japonaises, américaines et d'autres pays ont été effectués pour contenir cette pression, l'attention a commencé à se reporter sur le taux de change dollar/deutsche mark.

Les ventes de dollars se sont atténuées à l'approche de la réunion, le 8 avril, des Ministres et Gouverneurs des pays du Groupe des Sept; elles ont repris par la suite puisqu'aucune nouvelle mesure n'a été annoncée et que les opérateurs ont mis l'accent sur la persistance du déficit commercial des Etats-Unis. Le dollar s'est raffermi avant le week-end pascal en raison de dénouements de position et du fait que les opérateurs pressentaient un resserrement de la politique monétaire américaine. Sous l'effet conjugué des difficultés auxquelles s'est heurtée la proposition de taxe sur la valeur ajoutée du Premier Ministre Nakasone au Japon et des préoccupations suscitées par le manque de vigueur fondamentale de l'économie américaine et les progrès de la législation protectionniste au Congrès des Etats-Unis, l'opinion du marché s'est brusquement modifiée. La pression à la vente s'est généralisée lorsque le dollar est descendu au-dessous de DM 1,80, le 24 avril, et les autorités américaines sont intervenues à la vente à la fois de deutsche marks et de yens, ce jour-là, pour s'opposer au mouvement. La pression s'est relâchée à l'approche de la visite de M. Nakasone à Washington et par suite de déclarations selon lesquelles les politiques monétaires américaines et japonaises allaient s'orienter vers un soutien du dollar. A la fin du mois, le dollar a de nouveau été soumis à des pressions à la baisse, compte tenu de la déception causée par le résultat du voyage de M. Nakasone et du fait qu'on ne s'attendait pas à l'adoption, en Allemagne, de mesures monétaires ou budgétaires de relance économique.

Le dollar a clôturé le mois avec une perte de plus de 4% par rapport au yen et de quelque 1% à l'égard du deutsche mark et des autres monnaies du SME.

Au sein du SME, en dépit d'une baisse modérée du dollar, les participants ont été en mesure, durant la majeure partie du mois, de maintenir la position respective de leurs monnaies tout en procédant à de substantiels achats de dollars. Durant la dernière semaine, le deutsche mark s'est apprécié vis-à-vis de la plupart des autres monnaies.

Le deutsche mark s'est comporté de manière inégale. Vis-à-vis du dollar, il s'est encore quelque peu apprécié. Au sein de la bande communautaire, il s'est raffermi vis-à-vis de la lire, du franc français et du franc belge pendant qu'il fléchissait légèrement vis-à-vis des autres partenaires. Par rapport aux autres monnaies flottantes, il s'est affaibli, plus particulièrement vis-à-vis du yen (3,5%) et de la livre sterling (2,8%).

Le franc français est resté bien orienté pendant la majeure partie du mois, soutenu notamment par la poursuite d'importantes entrées de capitaux. Durant la dernière semaine, il a fait l'objet de quelques dégagements, en liaison, semble-t-il, avec l'apparition de prises de position à la hausse du deutsche mark, mais aucune tension des taux de l'eurofranc n'a été constatée.

Durant la plus grande partie du mois, le franc belge a bénéficié d'une demande soutenue. La Banque Nationale de Belgique a profité de cette situation pour réduire légèrement, par étapes, les taux d'intérêt à court terme. Elle est en outre intervenue à l'achat de devises pour des montants importants. Dans les derniers jours, cette situation s'est subitement modifiée. Pour éviter un fléchissement trop brusque de sa monnaie, la banque centrale a cédé des devises dans le marché.

Le florin néerlandais est demeuré ferme dans la partie inférieure de la bande du SME, la Nederlandsche Bank ayant enregistré de légères entrées de devises.

La position de la couronne danoise est demeurée inchangée, près du sommet de la bande du SME.

La livre irlandaise a été stable dans la partie inférieure de la bande du SME, les rentrées de devises ayant amené la Central Bank of Ireland à effectuer d'importantes interventions à l'achat. Au cours de la période considérée, la Central Bank of Ireland a réduit son taux débiteur des avances à court terme de 1%, en deux étapes, le ramenant de 13 1/4% à 12 3/4% le 16 avril et à 12 1/4% le 24 avril.

La lire italienne est demeurée dans la partie supérieure de la bande du SME, malgré une légère dépréciation envers le deutsche mark, qui s'est même intensifiée vers la fin du mois. La Banca d'Italia a acheté des dollars au début du mois dans le cadre d'actions concertées. Par la suite, la modification des positions relatives au sein du SME a

requis la vente de deutsche marks pour freiner la dépréciation de la lire. Au total, les interventions réalisées en cours de mois se sont traduites par une légère sortie nette de devises.

La livre sterling a continué d'attirer d'importants capitaux étrangers, sous l'effet notamment d'un optimisme redoublé au sujet de l'évolution économique et d'une reconduction escomptée du gouvernement actuel lors d'élections générales anticipées. Une réduction de 1/2% du taux de base des "clearing banks", à 9 1/2%, a été absorbée sans difficulté. Malgré des interventions massives, l'indice pondéré de la livre s'est accru de 2 1/2%, à 73,2 (1975 = 100), son niveau le plus élevé depuis neuf mois.

La drachme grecque a perdu 0,8% contre Ecu et s'est appréciée de 0,4% vis-à-vis du dollar EU. En termes effectifs, elle a fléchi de 0,9%.

La peseta espagnole s'est appréciée de 1,2% envers le dollar EU et est demeurée inchangée à l'égard des monnaies de la CEE en termes effectifs nominaux. En vue de freiner les entrées de capitaux à court terme induites par les conditions monétaires internes, un coefficient de réserves obligatoires de 19,5% a été appliqué sur le montant total des dépôts en pesetas convertibles des banques (auparavant, ces réserves étaient assises sur l'accroissement des dépôts), ainsi que sur l'augmentation nette des exigibilités en devises. Ces mesures ont été en partie neutralisées par un élargissement prononcé de l'écart de taux d'intérêt. De ce fait, le Ministre de l'Economie et des Finances a décidé d'interdire, à partir du 28 avril, la rémunération des nouveaux dépôts en pesetas convertibles.

L'escudo portugais a progressé de 0,9% par rapport au dollar EU. En termes effectifs, la dépréciation de l'escudo a été de 0,5%.

Le franc suisse a atteint, en fin de mois, son plus haut niveau historique vis-à-vis du dollar, à 1,4425. Pour des raisons liées aux taux d'intérêts, il s'est aussi amélioré vis-à-vis des monnaies du SME. Sur la base d'un taux de change pondéré, il s'est apprécié de 1,6%.

Le schilling autrichien s'est raffermi de 0,9% contre dollar et a fluctué à l'intérieur d'une marge de 3,4%. A l'égard du deutsche mark, sa fluctuation n'a pas dépassé 0,06%.

La couronne suédoise s'est légèrement affaiblie, son indice passant de 130,1 à 130,5. La réduction des taux d'intérêt à court terme a freiné les entrées de capitaux.

La couronne norvégienne a continué de se raffermir sous l'effet des entrées de capitaux induites par la persistance de taux d'intérêt internes plus élevés. Récemment, les investissements étrangers à la Bourse semblent également avoir contribué à la demande de monnaie norvégienne.

Après avoir enregistré une hausse rapide au cours des mois précédents, le dollar canadien s'est considérablement affaibli par rapport au dollar EU depuis la mi-avril dans un contexte caractérisé par une instabilité des flux internationaux de capitaux et par une incertitude des taux de change. Il a été particulièrement touché par une diminution de l'intérêt des non-résidents pour l'achat de titres libellés en dollars canadiens à cause en partie d'un certain rétrécissement des écarts entre les taux à court terme canadiens et américains.

Le yen japonais s'est renforcé de 4,3% vis-à-vis du dollar EU en avril. Il se maintenait aux alentours de 146-147 au début du mois et s'est apprécié vers la fin du mois. Il a atteint son sommet historique de 137,25 le 27 avril. La hausse du yen s'explique principalement par la tendance des investisseurs institutionnels japonais à vendre des dollars EU en milieu de mois par suite de la baisse du cours sur les marchés des obligations du Trésor américain.

Le yen s'est également renforcé envers les principales monnaies européennes durant le mois, s'appréciant de 3,4% vis-à-vis de l'Ecu.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En avril, les achats de dollars par les banques centrales ont continué d'être très importants. Les achats nets ont atteint \$EU 23,7 milliards, au lieu de \$EU 21,2 milliards en mars. Les achats bruts se sont élevés à \$EU 26,5 milliards et les ventes brutes à \$EU 2,8 milliards. Les principaux acheteurs nets de dollars ont été la Banque du Japon, la Bank of England, la Banque de France, la Federal Reserve Bank of New York et la Banca d'Italia.

b) Interventions en monnaies communautaires

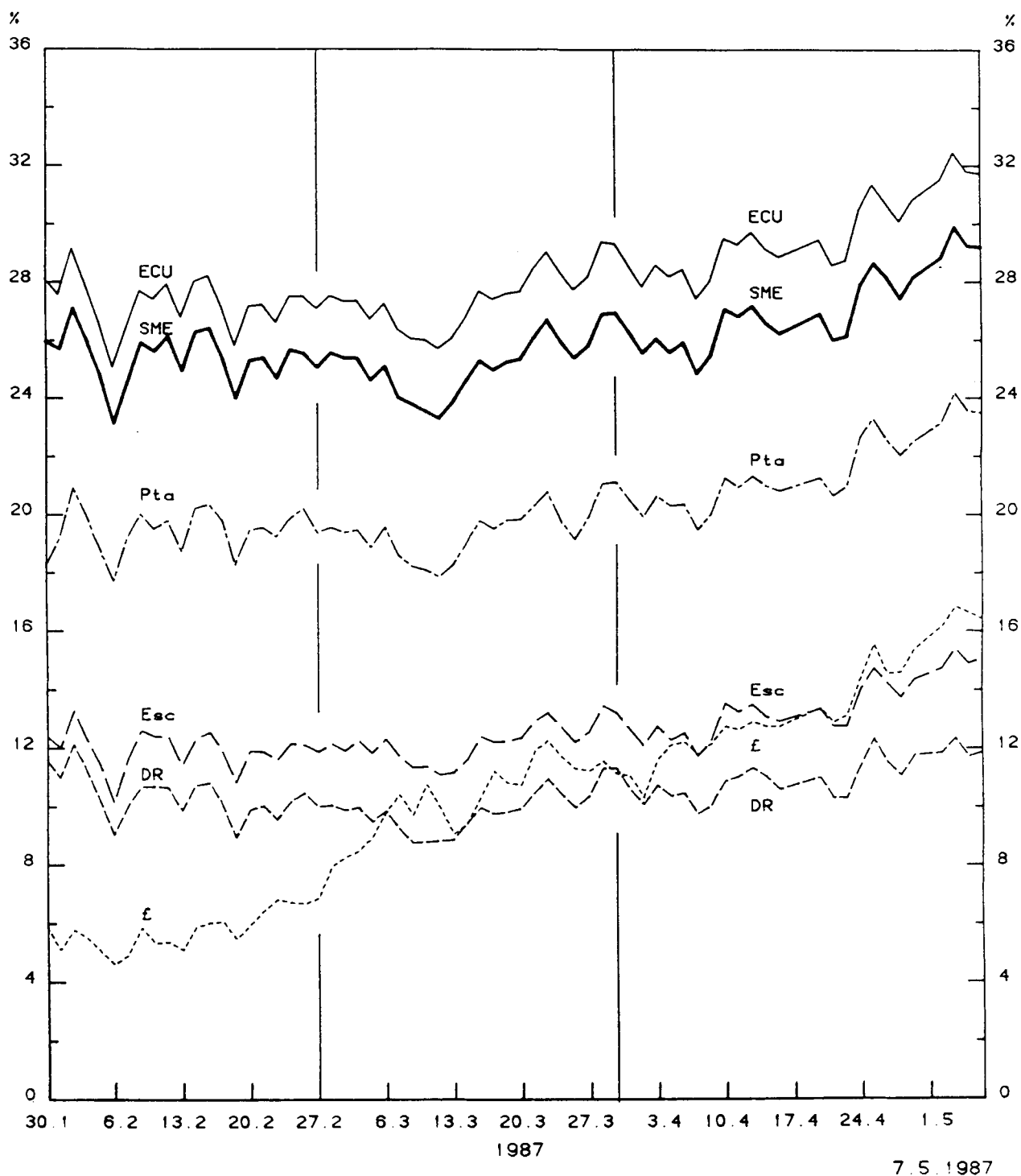
En avril, les interventions en monnaies du SME contre d'autres monnaies communautaires ont atteint la contre-valeur de \$EU 2,4 milliards au lieu de \$EU 9,9 milliards en mars. Les interventions ont consisté principalement en ventes de deutsche marks à l'intérieur des marges par la Banca d'Italia et la Banque de France. La Banque Nationale de Belgique a effectué quelques achats d'Ecus privés.

III. PREMIERS JOURS DE MAI 1987

Au cours des deux premiers jours, le dollar EU a enregistré une nouvelle baisse, particulièrement contre le deutsche mark, qui a été contrôlée par des interventions à l'achat des banques centrales. En fin de semaine, le dollar s'est stabilisé.

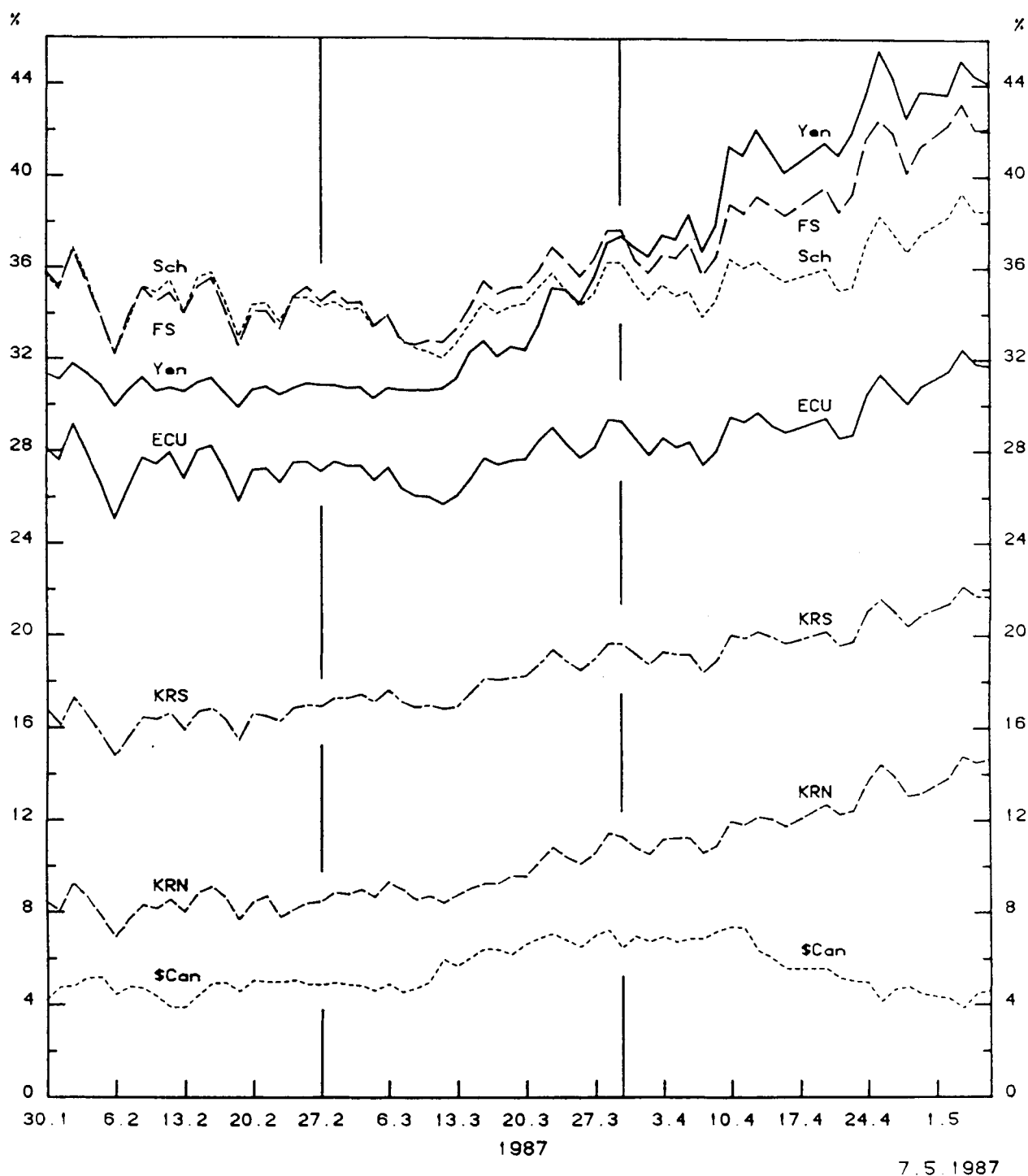
La livre sterling a poursuivi son mouvement de hausse, malgré un nouveau repli des taux d'intérêt et des interventions massives. Au sein du SME, la lire italienne a fortement fléchi mais est restée à l'intérieur de la bande de fluctuation étroite.

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 1985 VIS-A-VIS DU \$EU *



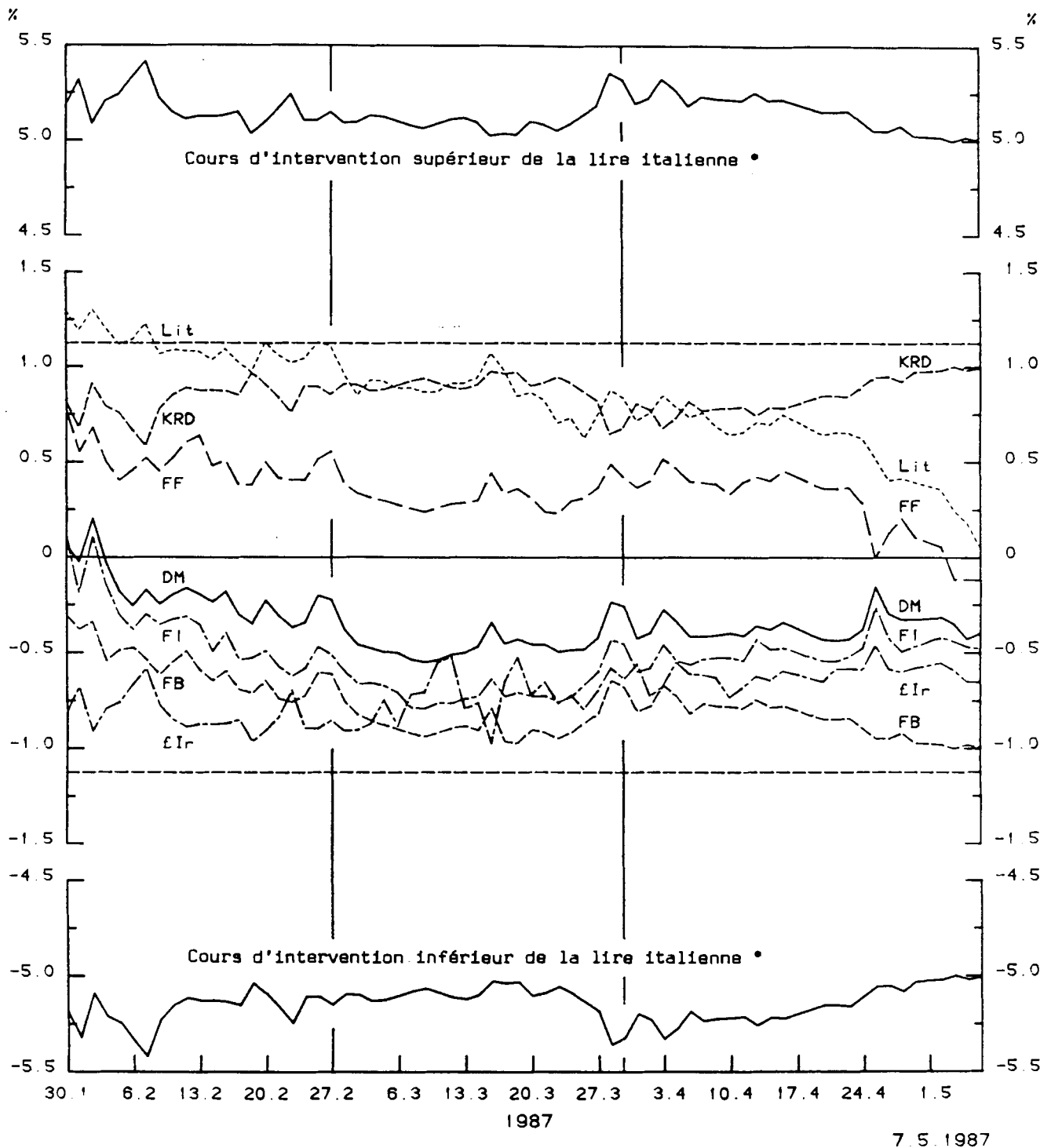
* Voir page suivante.

EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVÉS LE
31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU *



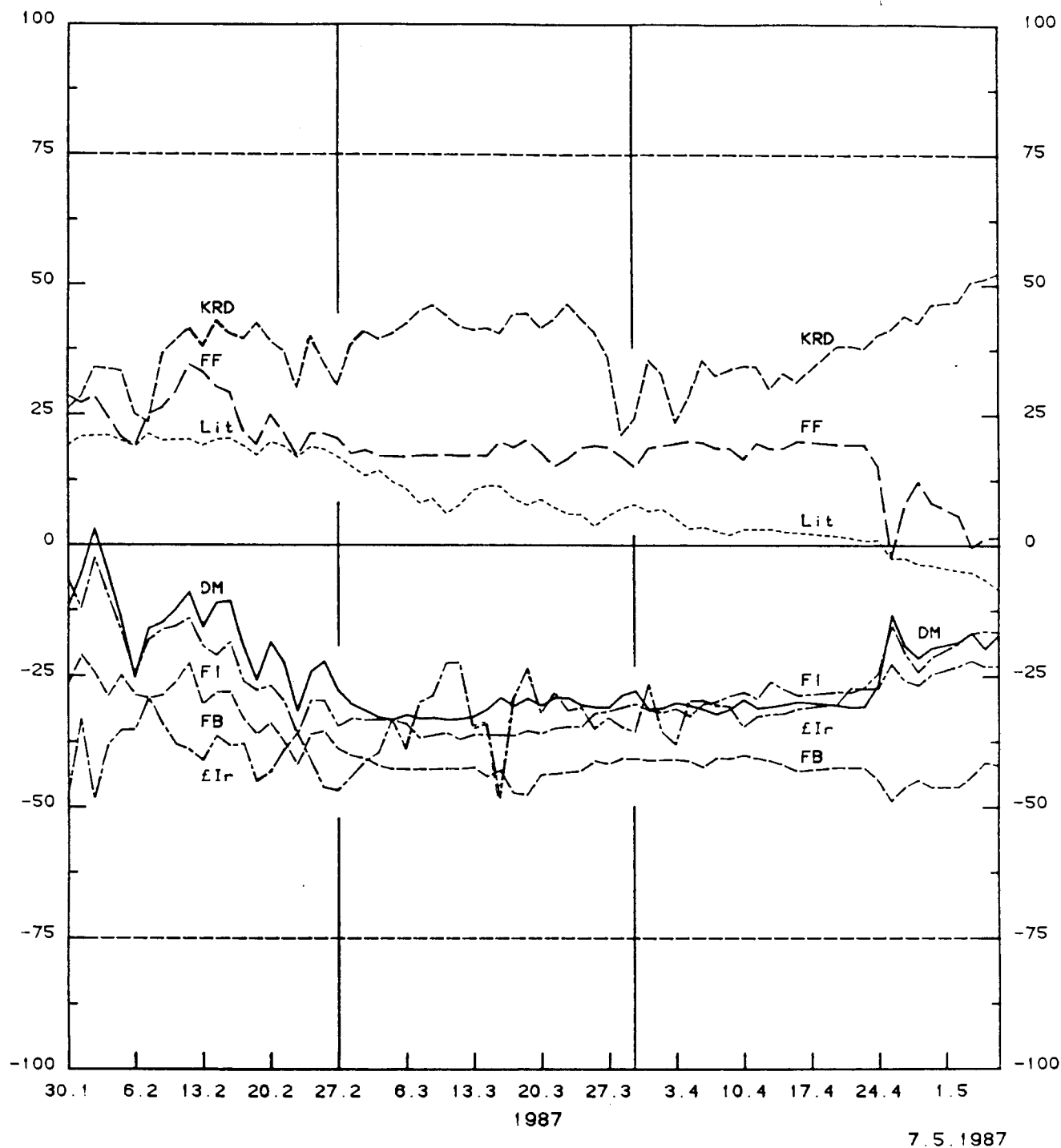
* ECU 1,12622; £ 0,6930; DR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;
\$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650; KRN 7,5850;
Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME 1,11003. Le
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne
journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de
2,25%, exprimés en dollars EU, qui se sont éloignés le plus de leurs
cours-pivots bilatéraux actuels.

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



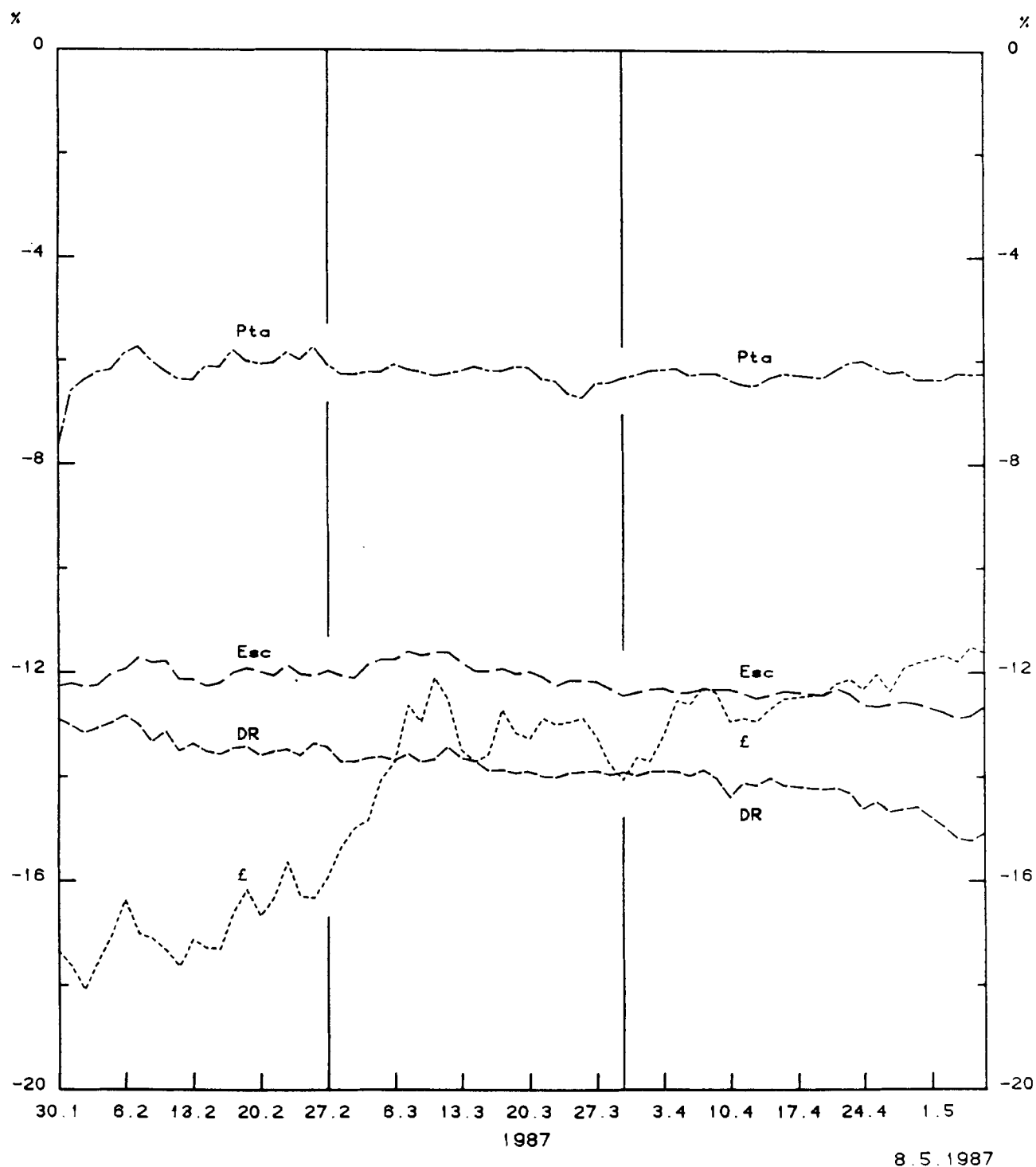
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



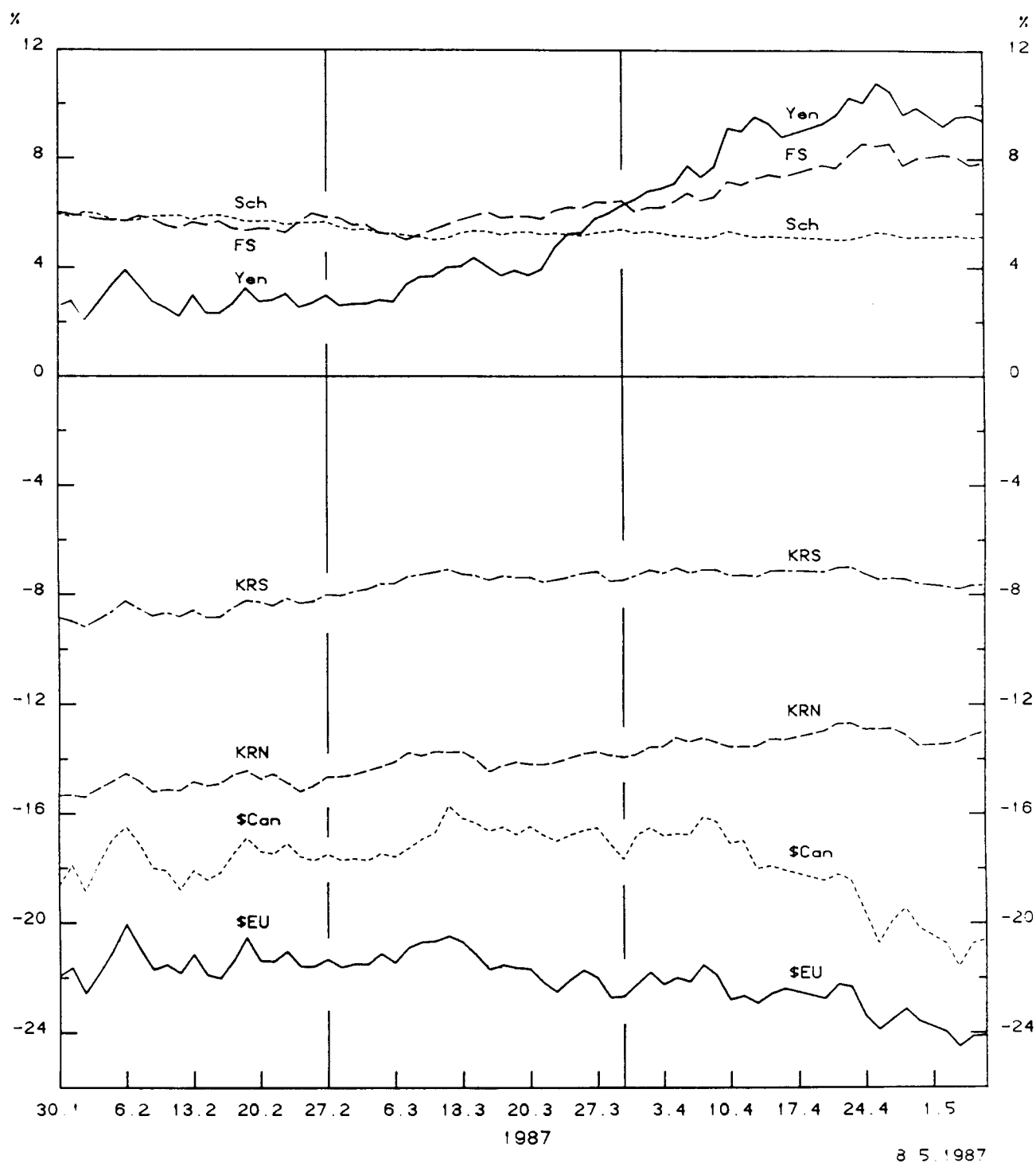
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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 RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1985 •



• £ 0,615334; DR 131,20; PTA 136,519; ESC 140,736.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT
A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU
MARCHE RELEVES LE 31 DECEMBRE 1985 •



• \$EU 0,887927; \$Can 1,24088; FS 1,84023; Yen 178,207; KRS 6,71717;
KRN 6,73493; Sch 15,3523.