

PROCES-VERBAL \*  
DE LA 222<sup>e</sup> SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES  
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 9 FEVRIER 1988 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson, 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 Maserà; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Benard; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Pego Marques; 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. Costa, accompagné par M. Louw; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

---

\* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 8 mars 1988, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

## I. Approbation des procès-verbaux des 220e et 221e séances

Le Comité approuve à l'unanimité les procès-verbaux des 220e et 221e séances, étant entendu que les amendements de caractère rédactionnel qui ont été proposés seront incorporés dans les textes définitifs.

Avant d'aborder les points suivants de l'ordre du jour, le Président indique que, comme il doit se rendre à la session du Conseil ECOFIN pour y présenter le rapport verbal intérimaire, il serait souhaitable que la séance se termine vers 11 heures. Un nouveau texte de ce rapport, comportant quelques amendements suggérés par les Suppléants, a été remis aux Gouverneurs. Certains de ceux-ci ont fait part au Président de nuances à introduire dans le texte; si d'autres Gouverneurs ont des remarques, ils pourraient les présenter pendant la séance.

## 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

La série de graphiques distribuée à Bâle comporte une légère modification. Sur chaque page correspondant à une monnaie, il y a désormais un quatrième graphique donnant le niveau des taux d'intérêt alors que, jusqu'à présent, il n'y avait que les différentiels de taux d'intérêt par rapport au deutsche mark.

La situation sur les marchés des changes a été calme en janvier. Le dollar s'est raffermi en deux phases; tout d'abord début janvier en liaison avec les interventions concertées, ensuite à la mi-janvier après la publication des chiffres de la balance commerciale américaine. Au total, le dollar a progressé en janvier d'environ 6% à l'égard des monnaies européennes. D'autres signes de la fermeté du dollar sont à signaler, à savoir: l'amenuisement de l'écart des taux d'intérêt et la réduction des interventions de soutien du dollar. Ce raffermissement s'est produit après que la monnaie américaine eut atteint son niveau le plus bas, fin 1987; il a permis de retrouver, début février, les cours de novembre dernier. Le marché semble

avoir un certain doute sur l'évolution future du dollar et semble n'exclure ni une baisse ni une hausse. L'évolution de la croissance aux Etats-Unis et la réaction possible de la "Federal" à des signes de faiblesse de l'activité constitueront un facteur important. Par ailleurs, on s'attend à ce que les banques centrales ne permettent pas des variations excessives du cours du dollar.

Le yen s'est raffermi à l'égard des monnaies européennes, de 5% en décembre et de 1% en janvier.

En janvier, le SME a connu à nouveau un mois calme. Si les positions relatives des monnaies ont peu changé, il y a eu toutefois certaines évolutions notables: le deutsche mark s'est affaibli quelque peu en janvier et les différentiels de taux d'intérêt par rapport à la monnaie allemande se sont réduits; les interventions sont passées de ventes nettes de deutsche marks en novembre et décembre à des achats nets en janvier. Malgré ce léger affaiblissement, le deutsche mark reste la deuxième monnaie en termes de fermeté dans la bande et les taux d'intérêt allemands sont les plus bas de la Communauté.

Il semble que le marché estime qu'il n'y aura pas de réalignement prochainement et au moins jusqu'aux élections françaises et que s'il y avait un réalignement il serait de faible ampleur avec peu d'effets sur les taux du marché. Cette attitude du marché résulte de la meilleure convergence entre les pays participants et de la coopération plus étroite qui s'est développée entre les banques centrales depuis l'automne dernier. La remontée du dollar a pu aussi jouer un certain rôle. En l'absence d'anticipations de réalignement, les différentiels de taux d'intérêt redeviennent le facteur principal.

En ce qui concerne les différentes monnaies de la CEE, il est à noter que la livre irlandaise est la seule qui n'a pas progressé vis-à-vis du deutsche mark; quelques sorties de capitaux ont même été observées. Toutefois, cette situation, qui était due essentiellement à une variation du différentiel de taux d'intérêt, semble avoir été corrigée.

En Italie, les taux d'intérêt n'ont pas été abaissés mais les interventions à l'achat de devises ont été importantes, et les restrictions de change temporaires introduites en septembre 1987 ont été abolies avant la date prévue. En outre, l'expérience italienne est un exemple de libération des mouvements de capitaux n'ayant pas entraîné de sorties de fonds. En France, de fortes rentrées de capitaux ont été enregistrées, ce qui est peut-être le reflux différé des sorties enregistrées lors de la crise d'octobre. Le volume de ce reflux représentait début février environ 80% des sorties précédentes.

Pour le SME, les experts considèrent qu'il n'y a pas de raison de s'attendre à des tensions dans un proche avenir.

Contrairement à l'évolution dans les autres pays, les taux d'intérêt ont été relevés au Royaume-Uni pour lutter contre les tendances à la surchauffe de l'économie interne. La livre sterling est restée stable vis-à-vis du deutsche mark, dans la marge étroite qui est maintenue de facto depuis près d'un an. La peseta est toujours ferme malgré une baisse des taux d'intérêt. Ceux-ci sont toutefois encore élevés; en outre, l'assouplissement de la réglementation appliquée aux banques pour la détention de devises a contribué à développer les entrées de capitaux et à affermir la monnaie espagnole.

#### B. Exposé de M. Janson

Les Suppléants partagent largement l'appréciation donnée par le "Groupe Dalgaard" de la situation sur les marchés de change, qui est caractérisée par les éléments ci-après:

- stabilisation du cours du dollar,
- cohésion satisfaisante des monnaies dans le SME qui a permis à la fois des baisses de taux d'intérêt, la diminution des différentiels de taux par rapport au deutsche mark, et des interventions à l'achat de devises, notamment en DM,
- affaiblissement de la livre sterling, notamment par suite des développements internes.

Les Suppléants ont noté l'incertitude autour du développement futur du dollar; il dépendra notamment de l'évolution des indicateurs économiques, de la réaction des marchés lors de leur publication, de la politique des autorités américaines et du niveau des interventions des banques centrales. Se basant sur les évolutions favorables constatées et compte tenu de la baisse sensible des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis, les Suppléants se sont interrogés sur la possibilité de réduire davantage les taux d'intérêt en Europe qui restent, certainement en ce qui concerne les taux réels, particulièrement élevés. Une telle action serait favorable pour l'évolution de l'économie européenne et contribuerait à stabiliser le cours du dollar.

Certains Suppléants, sans exclure cette possibilité, soulignent les considérations qui imposent la prudence. D'abord, dans certains pays, la demande interne progresse à un rythme élevé et une baisse des taux d'intérêt ne serait pas appropriée dans ces circonstances. Au Royaume-Uni, il a même été jugé nécessaire de relever les taux d'intérêt, étant donné la forte croissance de la demande interne et des agrégats monétaires, ainsi que

l'ampleur des revendications salariales. Au Danemark, une baisse des taux d'intérêt n'est pas envisagée dans l'immédiat, entre autres en raison de la situation du compte courant. En France, les autorités ont donné la priorité aux interventions, eu égard aux remboursements importants de dettes à effectuer prochainement.

Le Suppléant de la Deutsche Bundesbank a fait remarquer que les taux d'intérêt à long terme échappent à la maîtrise de la banque centrale et qu'en Allemagne la balance des mouvements de capitaux à long terme s'est déjà détériorée en 1987 par rapport à l'année 1986, détérioration qui s'est poursuivie en janvier dernier.

En outre, les Suppléants ont évoqué brièvement la diversification des réserves opérée par certaines banques centrales de la CEE. Ils reviendront sur cette question lorsque le "Groupe Dalgaard" l'aura examinée plus en détail.

### C. Discussion du Comité

M. de Larosière relève que, dans son exposé, M. Dalgaard a fait état d'un prétendu sentiment du marché selon lequel un réalignement ne serait pas envisagé avant les élections présidentielles françaises. Si cette phrase impliquait qu'un réalignement serait escompté par le marché après les élections françaises, elle soulèverait les plus vives objections. En effet, si l'on tient compte à la fois des gains de compétitivité enregistrés par le franc français à l'occasion des réalignements d'avril 1986 et de janvier 1987, et de l'évolution depuis lors des coûts unitaires de production, qui a été plus modérée en France qu'en Allemagne, il n'apparaît aucune justification pour un réalignement avant ou après les élections françaises. Il est d'ailleurs frappant de voir que celles-ci ont pratiquement disparu des anticipations du marché.

M. Ciampi se réfère à la remarque de M. Dalgaard indiquant que l'économie italienne a passé sans secousses les mesures de libération des mouvements de capitaux prises en mai 1987.

En fait, cette libération a provoqué des sorties de capitaux auxquelles on s'attendait, étant donné que depuis des années les résidents italiens se voyaient imposer des limites à l'acquisition d'actifs financiers à l'étranger. A ces sorties se sont ajoutés d'importants mouvements de capitaux à plus court terme qui spéculaient sur une modification de la parité de la lire. Diverses mesures, notamment de resserrement monétaire, ont été prises pour faire face à la pression mais celle-ci n'a vraiment été

enrayée qu'avec la mise en place, le 13 septembre, des restrictions de change temporaires qui ont pu être levées en janvier, c'est-à-dire avant la date prévue. Les sorties de capitaux se sont arrêtés complètement à la suite de la crise boursière mondiale et des incertitudes sur l'évolution des taux de change des principales monnaies. Cette expérience montre que le recours à des dispositions administratives restrictives à titre temporaire a permis de faire l'économie d'autres mesures plus graves qui eussent été défavorables au SME dans son ensemble, étant donné que la pression sur la lire n'était pas dictée par des mouvements économiques fondamentaux.

M. Leigh-Pemberton indique que le relèvement des taux d'intérêt intervenu au Royaume-Uni début février a été lié aux facteurs que MM. Janson et Dalgaard ont mentionnés, à savoir la forte demande interne qui s'est manifestée non seulement par la forte croissance du crédit mais aussi par une dégradation du compte courant. En outre, pour la première fois depuis des années, une pression se fait sentir pour des hausses de salaires importantes. Dans ce contexte, les autorités britanniques ont cherché une occasion de relever les taux d'intérêt sans pour autant exercer un effet dommageable sur le plan des taux de change. Cette occasion s'est présentée le lundi 1er février et elle a été saisie pour corriger la situation monétaire interne sans troubler les rapports avec les partenaires à l'extérieur.

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 janvier et des premiers jours de février 1988

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

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Répartition des frais du Secrétariat du Comité pour l'année 1987

Le Président indique que le Secrétariat a préparé une note sur la base des arrangements et des pratiques existant depuis la création du Comité. Cette note, complétée de tableaux, a été remise à Bâle aux Gouverneurs et aux Suppléants. Les dépenses concernant le Comité et le

FECOM sont traitées en même temps et la question peut donc être réglée en une fois.

M. Janson indique que les Suppléants ont évoqué brièvement la question et ont conclu que le développement du nombre des participants à la CEE ainsi que des travaux et des réunions se traduit par une augmentation des dépenses.

Le Président constate qu'il n'y a pas de remarques et que la proposition sur l'estimation et la répartition des frais est adoptée par le Comité.

- Rapport oral intérimaire du Président du Comité au Conseil ECOFIN

M. Pöhl indique qu'il préfère la première version du rapport, datée du 3 février 1988, à la dernière datée du 8 février. En effet, celle-ci ne comporte pas que des modifications de forme par rapport au premier texte mais une différence dans l'orientation qui aboutit, finalement, à masquer les désaccords sur certains points. Le premier texte, daté du 3 février, constitue une meilleure description de la situation présente au sein du Comité; il est parfaitement compréhensible d'avoir des positions différentes sur des points tels que le financement, la coordination des politiques monétaires et l'argument de la symétrie. Les Gouverneurs ont déjà traité ces questions en 1987 et ont abouti, en septembre, à l'accord de Bâle/Nyborg. Il y a maintenant de nouvelles propositions françaises qui n'ont pas encore été discutées. Il semble donc plus honnête de montrer aux Ministres que des positions différentes existent.

M. Pöhl ajoute une remarque ponctuelle sur la phrase ci-après, à la page 3 du rapport: "Le premier est celui des mécanismes de financement disponibles pour résister à d'éventuelles attaques de caractère spéculatif contre une monnaie, lorsque ces attaques ne trouvent pas leur origine dans une divergence des facteurs économiques fondamentaux"; il propose de supprimer la fin de cette phrase, à partir de "lorsque ces attaques", estimant qu'il est très difficile de connaître la raison profonde des pressions lorsque celles-ci se produisent.

Le Président indique que le texte du rapport a été modifié pour tenir compte du souci exprimé lors de la réunion des Suppléants, d'atténuer l'exposé des divergences qui apparaissent.

M. Janson rappelle que le texte originel reflétait effectivement les positions exprimées, c'est-à-dire, d'une part l'accord général sur l'objectif de la libération complète des mouvements de capitaux et sur

l'idée que cette libération ne doit pas conduire à un affaiblissement du SME; d'autre part les désaccords sur la question du financement pouvant accompagner la libération et sur la coordination des politiques monétaires. Certains Suppléants avaient proposé précisément de moins faire apparaître les désaccords entre les Gouverneurs; il appartient donc maintenant à ceux-ci de se prononcer.

M. Duisenberg reconnaît que les Gouverneurs ont toujours essayé de ne pas montrer à l'extérieur leurs différences d'opinions et qu'il était plutôt favorable à maintenir cette approche. Toutefois, la façon dont les différences ont été gommées et ont été remplacées par des questions donne soit l'impression que les Gouverneurs sont d'accord sur ces différentes questions, soit une tonalité d'incertitude. Il serait donc finalement préférable de suivre la suggestion de M. Pöhl, à savoir de revenir au premier texte du 3 février. En outre, il serait préférable de supprimer la phrase "Aussi longtemps que cette convergence ne sera pas achevée, des réalignements de parités resteront inévitables". Cette déclaration est parfaitement véridique mais dangereuse.

M. de Larosière estime qu'à toujours chercher à couvrir les différences on ne clarifie pas le débat et qu'il vaudrait peut-être mieux revenir au texte daté du 3 février, qui montre que les Gouverneurs ne sont pas d'accord sur tous les points.

M. Leigh-Pemberton n'a pas d'objection à revenir au texte original mais il souhaite qu'on y incorpore le paragraphe qui a été introduit dans la version du 8 février et qui concerne la proposition de Directive aménageant la Directive du 1972.

Le Président marque son accord pour revenir à la version du 3 février, qui était son texte, en tenant compte des suggestions de suppression ou d'adjonction qui ont été faites.

M. Ciampi considère que la version du 8 février pourrait être retenue comme base en supprimant, comme M. Duisenberg l'a suggéré, la déclaration concernant les réalignements, et en reprenant le texte de la version du 3 février (page 3) pour les deux domaines sur lesquels les Gouverneurs ont des opinions différentes.

M. Pöhl se rallie à la proposition de M. Ciampi.

M. Hoffmeyer peut également suivre cette proposition, étant entendu que le caractère préliminaire des discussions des Gouverneurs sera souligné, car il lui est, par exemple, difficile de se retrouver dans un des groupes mentionnés dans le rapport.



M. Doyle souhaiterait changer un peu l'enchaînement des idées et des arguments présentés en haut de la page 2 du rapport (les deux versions sont identiques à cet égard). En effet, il est exact que, pour les pays les moins avancés en matière de libération, celle-ci risquerait, à défaut d'autres précautions, de provoquer des déplacements d'épargne importants et persistants. Il faut voir cependant que, dans ces pays, des taux d'intérêt très élevés sont nécessaires non seulement à cause de la libération des mouvements de capitaux, mais aussi pour faire face aux pressions spéculatives. La situation peut donc être aggravée du fait de la libération. En outre, la nécessité d'adopter des mesures pour améliorer la cohésion économique et sociale dans la Communauté n'est pas la conséquence directe de ce qui précède.

Le Président conclut en indiquant qu'il adaptera son texte pour tenir compte des souhaits exprimés par les Gouverneurs. Puisqu'il s'agit d'un rapport oral, le texte ne sera remis au Conseil ECOFIN, pour les dossiers de la session, qu'après que le Secrétariat ait pu établir une version définitive, laquelle sera également transmise aux Gouverneurs.

M. de Larosière rappelle que M. Balladur, Ministre français de l'Economie, des Finances et de la Privatisation, a déposé début janvier un mémorandum sur le Système monétaire européen posant toute une série de questions et faisant quelques suggestions. M. Balladur va très certainement demander, aujourd'hui à la session du Conseil ECOFIN, l'étude de ce mémorandum par le Comité monétaire. Comme ce document, qui a été distribué au début de janvier, traite de questions monétaires, les Gouverneurs devraient être amenés à l'examiner et à l'inclure donc dans leurs travaux des mois prochains.

#### V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 8 mars 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

---

JANVIER 1988

---

Le présent rapport retrace l'évolution, durant le mois de janvier et les premiers jours de février 1988, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation<sup>1</sup>.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- forte hausse du dollar EU, due essentiellement aux interventions énergiques et coordonnées des banques centrales et à l'annonce d'un déficit plus faible que prévu de la balance commerciale des Etats-Unis pour novembre;
- recul du deutsche mark par rapport à toutes les grandes monnaies;
- poursuite de la stabilité au sein du SME.

Le dollar EU s'est apprécié en janvier, enregistrant à deux reprises une hausse brutale. Il s'est vivement apprécié au début du mois lorsque les opérateurs ont été impressionnés par les interventions énergiques et concertées des banques centrales en vue d'enrayer la chute du dollar. Au

---

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

milieu du mois, la monnaie américaine s'est également raffermie à la suite de l'annonce d'un déficit plus faible que prévu de la balance commerciale des Etats-Unis pour novembre. Bien que le dollar ait reperdu à chaque fois une partie de ses gains, en raison des incertitudes entourant l'ampleur de l'amélioration des résultats du commerce extérieur et les perspectives de croissance de l'économie américaine, il a clôturé le mois en hausse de quelque 6% dans l'ensemble par rapport à la plupart des grandes monnaies, regagnant ainsi à peu près la perte enregistrée en décembre.

Il n'y a guère eu de tensions au sein du SME en janvier. Plusieurs des banques centrales membres du système ont pu tirer profit de la vigueur de leur monnaie vis-à-vis du deutsche mark pour réduire leurs taux directeurs d'intervention et reconstituer leurs réserves.

Le deutsche mark, qui s'était raffermi tout au long du dernier trimestre de 1987, s'est sensiblement déprécié. Son indice pondéré (vis-à-vis de quatorze pays industriels, 1972 = 100) est revenu à 173,8 contre 176,0 à la fin de décembre. Cette baisse est intervenue en dépit d'achats substantiels de deutsche marks effectués à l'intérieur des marges par certaines banques centrales du SME et en dépit de la réduction des écarts de taux d'intérêt à l'égard de la plupart des autres monnaies. Il est probable, cependant, qu'elle ait été due principalement à la sensibilité accrue du deutsche mark vis-à-vis des fluctuations du cours du dollar. En effet, tout comme le dollar s'était plus déprécié vis-à-vis du deutsche mark que par rapport à la plupart des autres monnaies durant les derniers mois de 1987, il s'est également apprécié plus fortement durant la période sous revue. Un autre facteur qui a pu contribuer à cette baisse est le fait que le sentiment à l'égard du deutsche mark s'est trouvé affecté par diverses évolutions internes.

Le franc français est demeuré ferme tout au long de la période, ce qui a permis à la Banque de France d'abaisser, à deux reprises, d'un quart de point ses taux d'intervention, les 5 et 25 janvier. Cette bonne orientation a été confortée par des achats d'obligations de la part de non-résidents.

La vigueur soutenue du florin néerlandais a permis à la Nederlandsche Bank d'abaisser à deux reprises de 0,25 point ses taux officiels, réduisant ainsi l'écart des taux d'intérêt à court terme vis-à-vis du deutsche mark.

Le franc belge s'est quelque peu raffermi pendant la période sous revue. La Banque a abaissé à diverses reprises ses taux directeurs. Les taux d'escompte et d'avances ont notamment été réduits de 0,25%. La Banque a également procédé régulièrement à des achats de devises.

La couronne danoise est demeurée ferme. Elle a renforcé sa position et s'est située vers le milieu de la bande étroite du SME. Les taux d'intérêt du marché ont fléchi et la Danmarks Nationalbank a effectué quelques interventions à l'achat.

La livre irlandaise a été relativement stable dans la partie inférieure de la bande du SME durant le mois. Au cours de cette période, quelques sorties de devises ont été enregistrées, qui se sont traduites par des ventes nettes de monnaies étrangères par la Central Bank of Ireland.

La lire italienne a fait preuve d'une relative stabilité vis-à-vis des monnaies du SME. La Banca d'Italia a procédé tout au long du mois à des interventions à l'achat en dollars et en deutsche marks en vue de régulariser les conditions du marché. L'évolution favorable de la balance générale des paiements a permis de lever dès à présent les mesures de contrôle des changes introduites en septembre dernier.

La livre sterling s'est fortement dépréciée vis-à-vis du dollar, en hausse en janvier, et s'est également quelque peu affaiblie par rapport aux autres monnaies. Les préoccupations suscitées par la détérioration de la balance des paiements, à la suite de la publication de certains chiffres médiocres sur le commerce extérieur, ainsi que les signes de résurgence de pressions inflationnistes au Royaume-Uni, ont été les principaux facteurs d'influence; l'affaiblissement des prix pétroliers a également joué un rôle. En janvier, l'indice de la livre sterling, pondéré en fonction des échanges commerciaux, a fléchi de 2,1%, pour s'inscrire à 74,3 (1975 = 100).

La drachme grecque a été soumise à une certaine pression face au dollar EU, spécialement durant la seconde quinzaine du mois. Sur l'ensemble de la période, elle s'est dépréciée de 5,6% par rapport au dollar EU, tandis qu'elle est restée stable vis-à-vis de l'Ecu. En termes effectifs, elle a perdu 1%.

La peseta espagnole s'est progressivement raffermie au cours du mois à l'égard des monnaies de la CEE, clôturant par un gain de 0,3% en termes nominaux effectifs. Elle a reculé de 5,3% vis-à-vis du dollar EU. Le Banco de España a de nouveau abaissé (de 1 point) son taux directeur d'intervention pour l'argent au jour le jour. Toutefois, malgré le rétrécissement des écarts de taux d'intérêt, de notables entrées de capitaux ont entraîné des achats nets de monnaies étrangères de la part de la banque centrale.

En raison de l'évolution favorable de l'inflation interne, les autorités portugaises ont révisé leur politique de taux de change pour 1988, adoptant un programme qui prévoit dans l'année une dévaluation de 3,5% au maximum de l'escudo portugais, en termes de taux de change effectif,

avec un rythme mensuel de dépréciation de 0,4% durant le premier trimestre. En janvier, conformément à ce programme, l'escudo a fléchi de 0,4% en termes effectifs. Toutefois, en raison du redressement du dollar EU, il s'est déprécié de 5,2% vis-à-vis du dollar, tout en gagnant 0,4% à l'égard de l'Ecu.

Le franc suisse a perdu 6,5% par rapport au dollar EU. Conformément à cette tendance, il s'est également affaibli à l'égard de la plupart des autres monnaies. En termes pondérés des échanges commerciaux, il a régressé de 2% par suite essentiellement du faible niveau des taux d'intérêt.

Le schilling autrichien s'est dévalorisé de 6% vis-à-vis du dollar EU au cours du mois, évoluant à l'intérieur d'une fourchette de 6,4%. Par rapport au deutsche mark, la marge de variation n'a été que de 0,15%. Pour assurer le réglage fin de la liquidité des banques autrichiennes, la banque centrale a conclu des swaps DM/schillings à trois jours pour un montant de DM 540 millions.

La couronne suédoise s'est raffermie en cours de période et son indice a atteint le seuil de 132,00 (132,25 le mois précédent). Cette évolution est principalement due aux écarts positifs de taux d'intérêt avec les monnaies étrangères. La grève des "cols blancs" n'a eu que peu d'effets sur le marché jusqu'à présent, étant donné que les accords salariaux conclus avec les autres travailleurs ont donné lieu à des augmentations plus faibles que prévu.

La couronne norvégienne s'est appréciée de plus de 2% en termes effectifs, inversant ainsi l'affaiblissement enregistré durant les deux derniers mois de 1987. En conséquence, les taux d'intérêt du marché monétaire ont reculé d'un point.

En termes effectifs, le mark finlandais a continué de fluctuer dans une bande relativement étroite à l'intérieur de laquelle il s'est légèrement raffermi pendant le mois (+0,9%).

Le dollar canadien s'est apprécié de 1,9% à l'égard du dollar EU en janvier, s'établissant en clôture juste au-dessous de \$EU 0,7850, son plus haut niveau depuis le début de 1984. Sa vigueur a été liée à la fois aux entrées de capitaux (attirés par la persistance d'écarts positifs entre les taux comparables des marchés monétaires américain et canadien) et à une évolution favorable du termaillage dans les règlements commerciaux. La monnaie a également été confortée par les perspectives de croissance économique soutenue, un intérêt tout particulier étant accordé à l'amélioration de la compétitivité canadienne en matière de coûts par rapport aux Etats-Unis.

Le yen japonais a perdu 4,1% vis-à-vis du dollar EU en cours de période, après avoir été coté le 4 janvier à Y 120,45 pour un dollar EU, son niveau le plus élevé depuis la guerre. La dépréciation du yen est due aussi à la déclaration conjointe du Premier Ministre M. Takeshita et du Président américain M. Reagan, confirmant le communiqué du Groupe des Sept publié le 22 décembre 1987. Par rapport aux grandes monnaies européennes, le yen s'est raffermi de 0,5% à l'égard de l'Ecu.

## II. INTERVENTIONS

### a) Interventions en dollars EU

En janvier, les achats nets des banques centrales se sont élevés à \$EU 7,6 milliards, contre \$EU 13,3 milliards en décembre. La quasi-totalité des banques centrales ont été des acheteurs nets de dollars. Les principaux acquéreurs ont été le Banco de España, la Banque du Canada, la Banque de France, la Banque du Japon, ainsi que, dans une moindre mesure, la Banque de Réserve fédérale et la Deutsche Bundesbank.

### b) Interventions en monnaies communautaires

Les interventions en monnaies du SME par les banques centrales de la Communauté ont atteint la contre-valeur de \$EU 6,6 milliards, contre \$EU 3,4 milliards en décembre. Ces interventions consistaient essentiellement en achats de deutsche marks de la part des banques centrales du SME. Les principaux acheteurs ont été la Banque de France, qui a effectué plus de la moitié des acquisitions de deutsche marks, la Banca d'Italia et la Banque Nationale de Belgique.

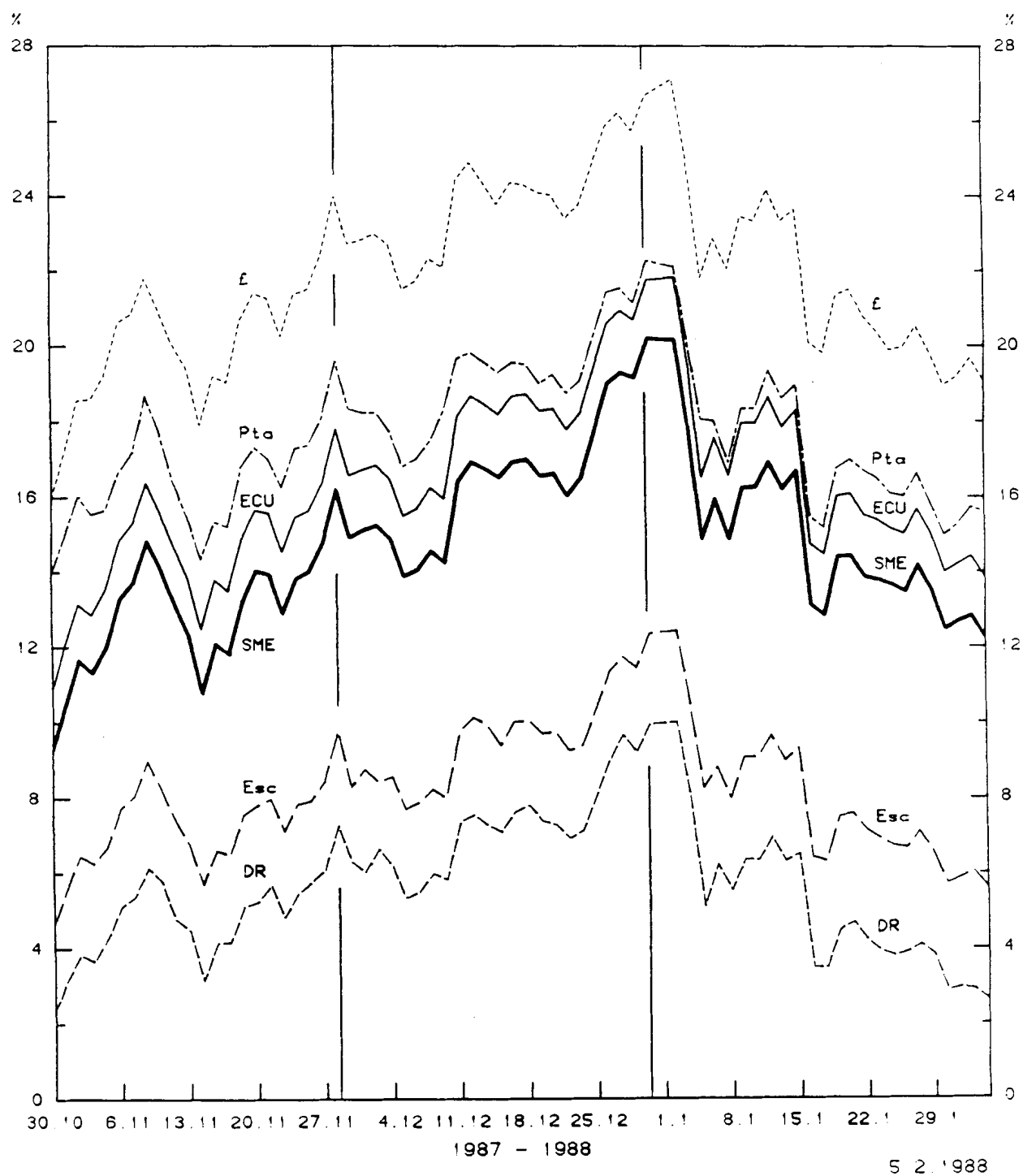
## III. LES PREMIERS JOURS DE FEVRIER

Au début du mois de février, le dollar EU s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette étroite. En l'absence d'éléments indiquant clairement que les conditions fondamentales à la stabilité des taux de change étaient réunies, les opérateurs ont analysé les indicateurs de l'activité économique afin de discerner l'évolution de l'économie des Etats-Unis, et ont tenté d'évaluer l'ampleur de la participation étrangère à la première opération trimestrielle de refinancement du Trésor américain.

Au sein du SME, la situation est demeurée stable.

Le 1er février, la Bank of England a relevé ses taux d'intervention sur le marché monétaire, ce qui a conduit à une augmentation du taux de base de 0,5%, portant ce taux à 9%. Le 2 février, la Banque Nationale de Belgique a abaissé de 0,10 point, à 6,25%, son taux d'intérêt sur les certificats du Trésor à 1, 2 et 3 mois.

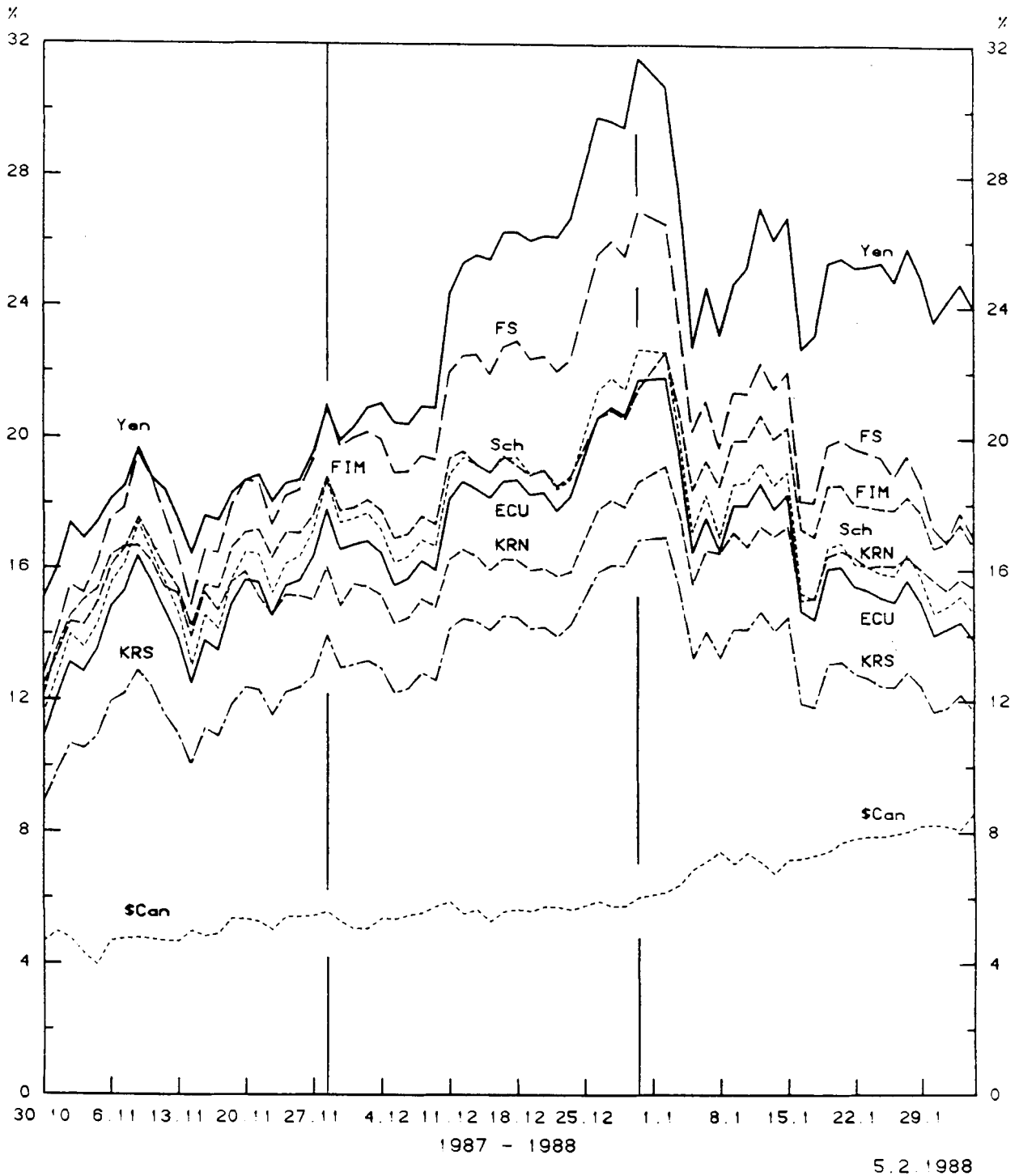
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU  
MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA  
CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES  
LE 31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS DU \$EU\*



\* Voir page suivante.

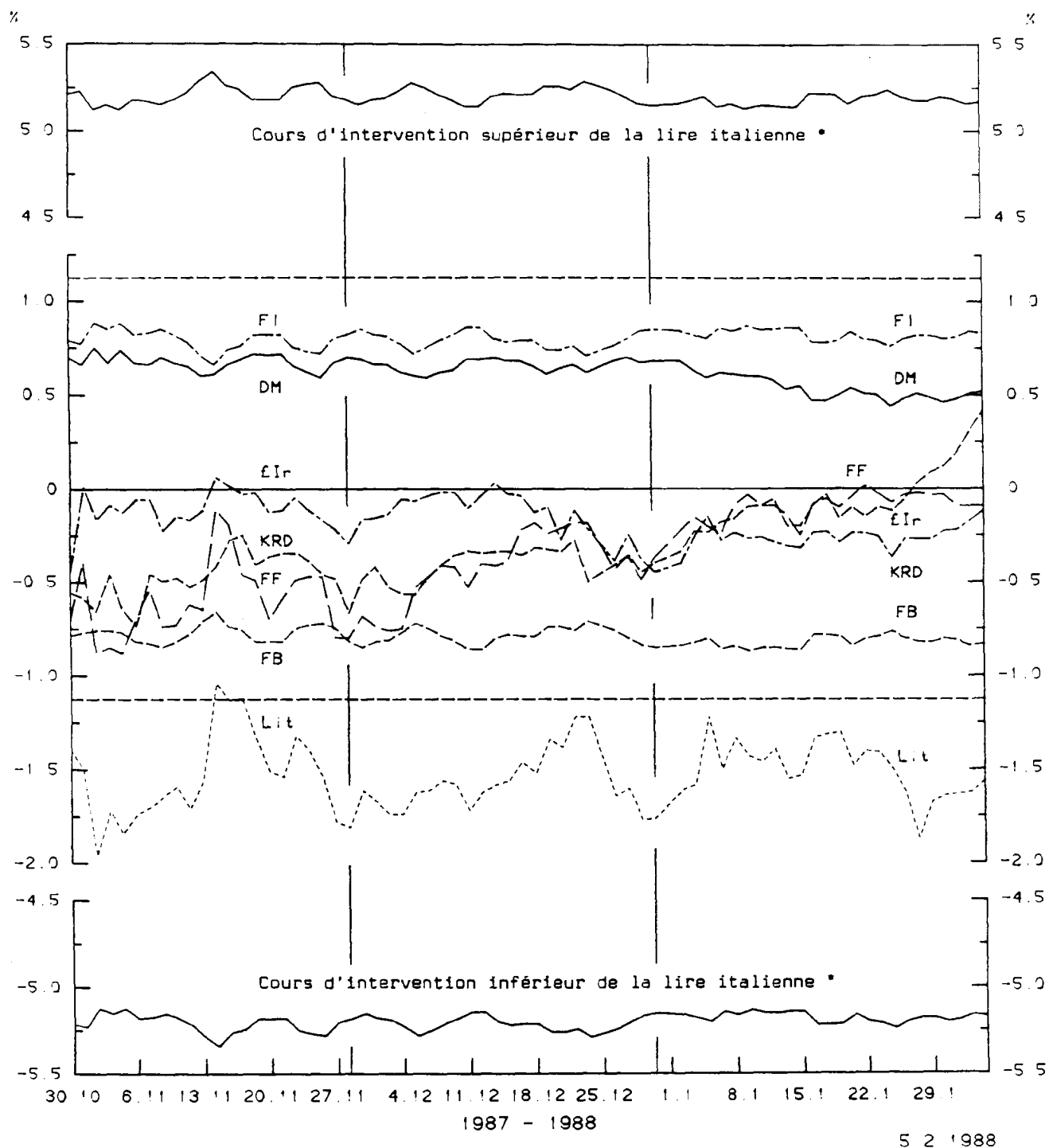


EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE  
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE  
31 DECEMBRE 1986 VIS-A-VIS du \$EU\*



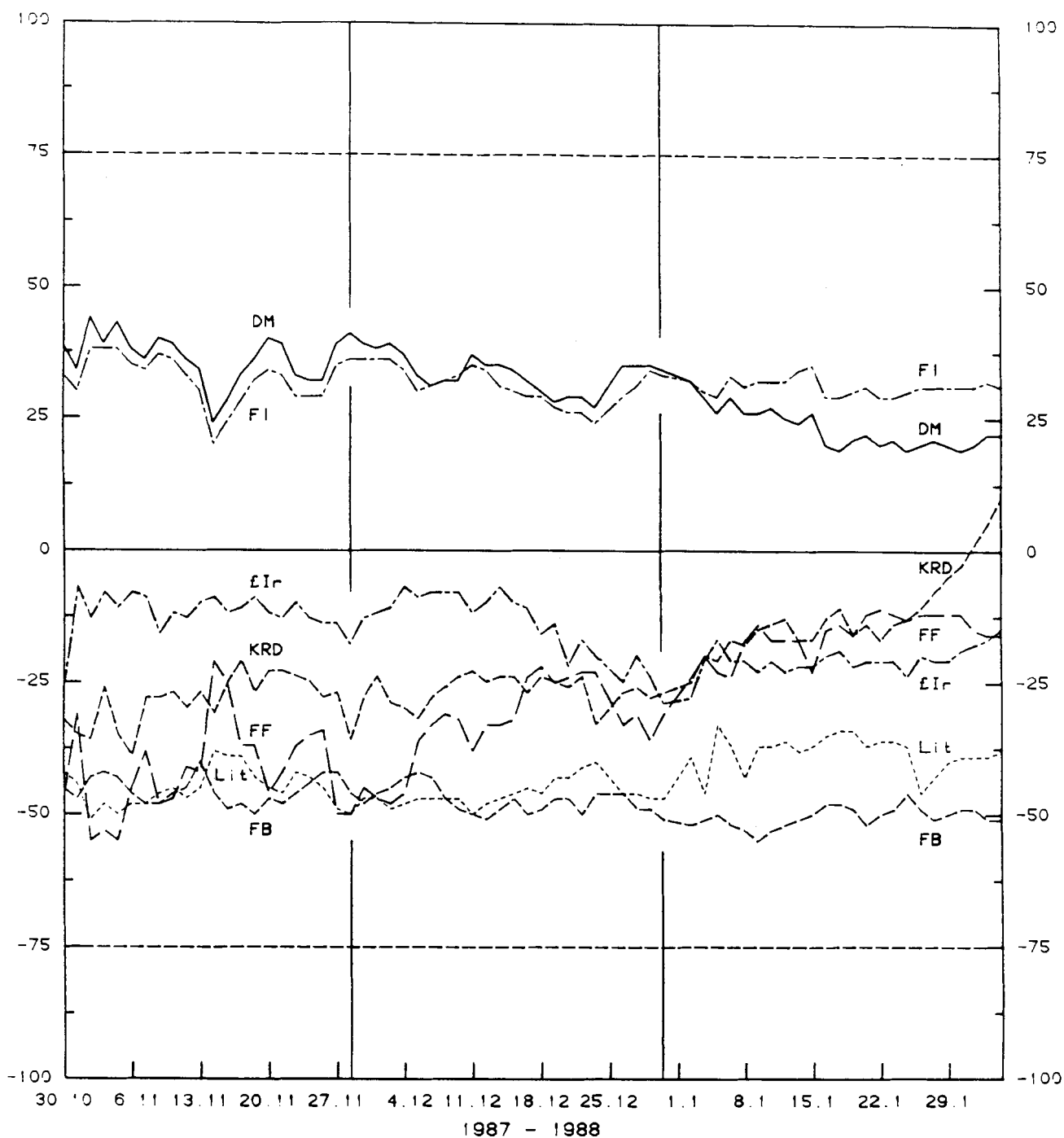
\* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995;  
FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975;  
Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le  
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne jour-  
nalière 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 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%.

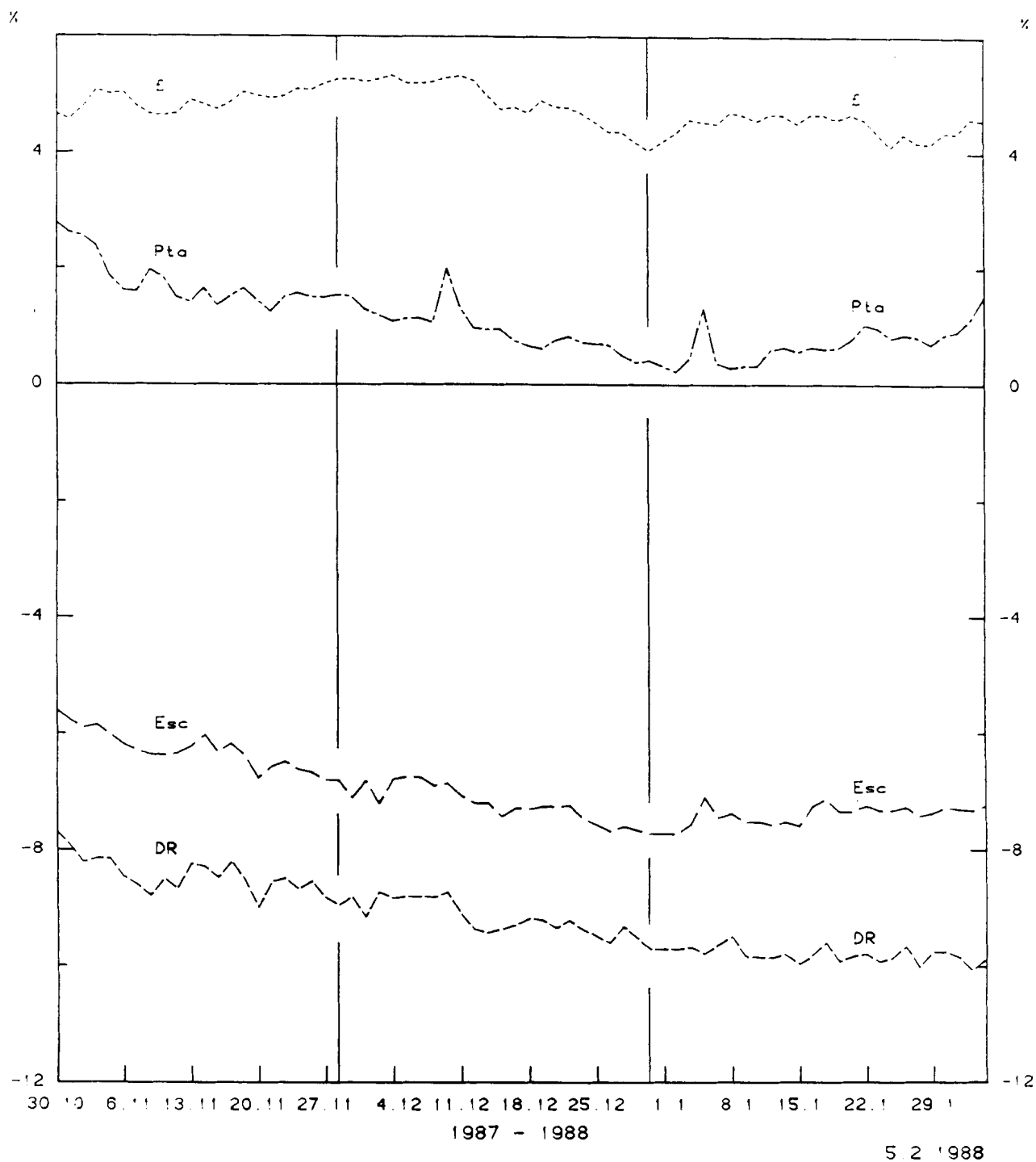
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



5.2.1988

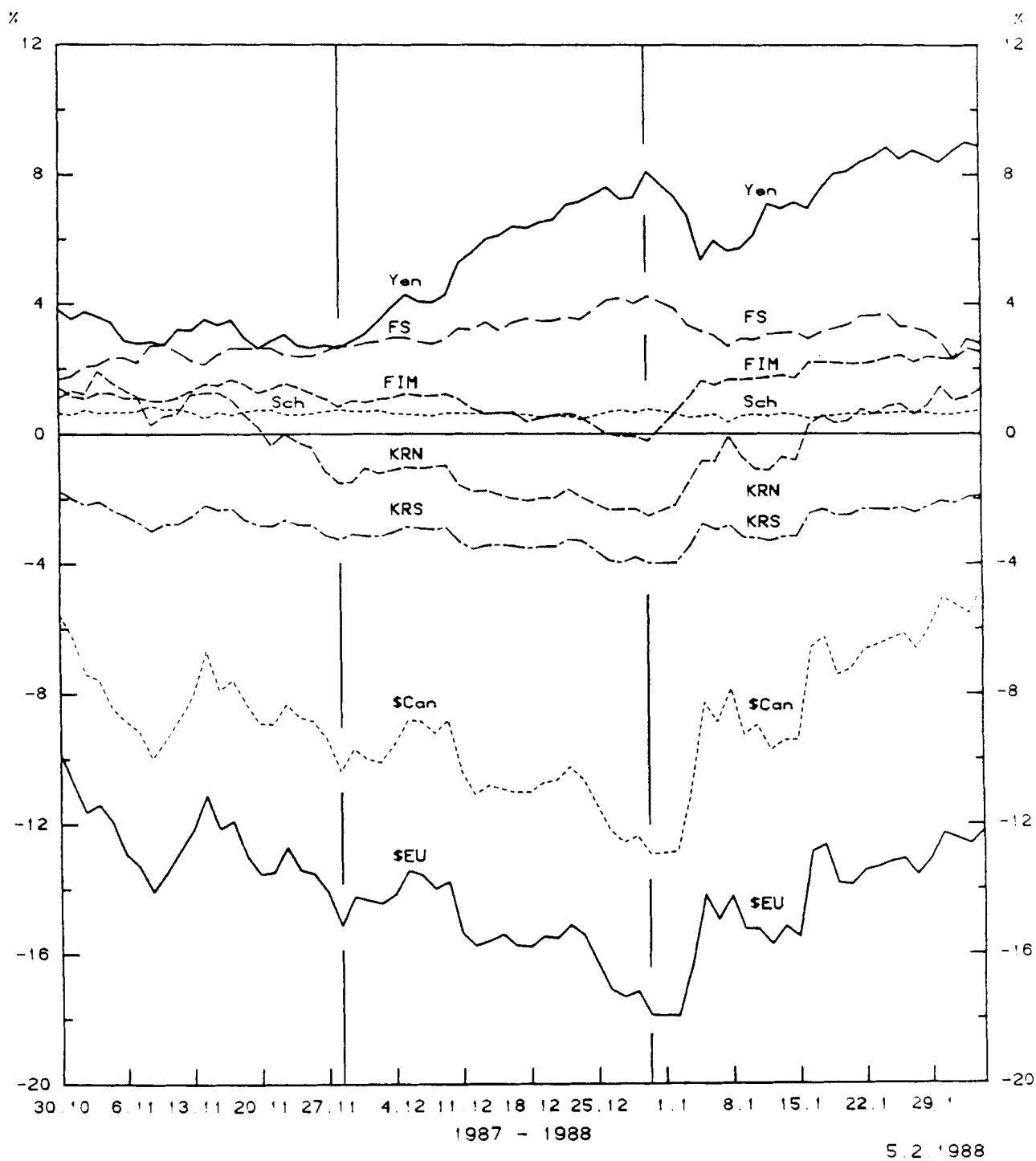
• L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par  $\pm 100$ , 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 1986\*



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

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 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.