

PROCES-VERBAL *
DE LA 235e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 9 MAI 1989 A 9 HEURES 30

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de Grèce et Président du Comité, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos, Karamouzis et Brissimis; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Rey et Michielsens; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Fischer-Erlach; 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 Benard; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par MM. Pego Marques et Amorim; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Crockett et Price; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Costa, Carré 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.

En outre, M. Lamfalussy, Directeur Général de la BRI, et M. Gros, Chef du Département bancaire de la BRI, participent à la discussion du point IV de l'ordre du jour.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 11 juillet 1989, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

Le Président ouvre la séance en informant le Comité que, à partir de la prochaine séance, la Commission des Communautés européennes sera représentée soit par le Président Delors, soit par M. Christophersen, Vice-Président chargé des Affaires économiques et financières.

I. Approbation du procès-verbal de la 234e séance

Le Comité approuve le procès-verbal de la 234e séance, étant entendu que les amendements de caractère rédactionnel qui ont été proposés seront incorporés dans le texte définitif.

II. Surveillance des développements et des politiques économiques et monétaires dans la CEE sur la base de:

- Préparation par le "Groupe Dalgaard" et discussion par le Comité des Suppléants;
- Graphiques et tableaux

A. Exposé de M. Dalgaard

Le "Groupe Surveillance" a centré son analyse sur trois questions: la fermeté continue du dollar, l'augmentation des taux d'intérêt en Allemagne et ses répercussions, la peseta espagnole.

Le sentiment général est que les marchés des changes continuent à manifester une confiance remarquable dans les relations de change actuelles et que, de ce fait, les mouvements de capitaux sont déterminés, dans une large mesure, par les différentiels de taux d'intérêt.

Le dollar est resté à un niveau élevé en avril et début mai, entre 1,85 et 1,89 contre deutsche mark; il a même dépassé 1,90 tout récemment. Le niveau élevé des taux d'intérêt américains est le facteur essentiel de cette tendance à la fermeté du dollar; celui-ci aurait probablement progressé davantage sans la crainte d'interventions des banques centrales. Durant les trois premières semaines d'avril, le dollar a légèrement fléchi en réaction à la réunion du G7 renforcée par les interventions de la Banque du Japon et par l'attente d'un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis et, partant, d'un repli des taux d'intérêt. Depuis lors, le dollar s'est raffermi à nouveau, reflétant en partie du moins la conviction des marchés que les banques centrales ne feraient pas beaucoup, somme toute, pour s'opposer au mouvement; des déclarations officielles américaines disant que le niveau actuel du dollar était satisfaisant ont également joué un rôle. De fait,

les banques centrales n'ont pas été très actives pour peser sur le dollar. Au total, leurs interventions en avril se sont soldées par des achats nets de dollars d'environ 1/2 milliard malgré des ventes limitées par la "Fédérale" et quelques banques centrales de la CEE. D'autres banques centrales, notamment la Sveriges Riksbank, la Norges Bank, le Banco de España et le Banco de Portugal ont acheté des montants importants de dollars. Durant la première semaine de mai, les ventes nettes de dollars ont atteint environ 1,4 milliard.

Quelques interventions concertées ont eu lieu fin avril et début mai selon une procédure type, à savoir, les banques centrales européennes ne faisaient rien durant la matinée et puis, quand la "Fédérale" entrait dans le marché, si le dollar augmentait, elle proposait une action concertée, vendait elle-même mais que des montants modérés, et l'ensemble des banques centrales européennes, souvent 15 à 16, intervenaient également de manière assez modeste. Par exemple, la Deutsche Bundesbank n'a mis en jeu qu'environ la moitié des montants de la "Fédérale" et les autres banques centrales des montants généralement symboliques. En outre, dès que ces interventions entraînaient un arrêt de la hausse du dollar, la "Fédérale" interrompait son action. Le "Groupe Surveillance" a estimé que cette technique d'intervention est la plus mauvaise possible si l'on veut réellement influencer les taux de change. En effet, non seulement une telle technique a peu d'impact mais elle tend à miner la crédibilité de l'action des banques centrales. Il vaudrait mieux intervenir moins souvent mais au bon moment, c'est-à-dire quand le dollar se replie déjà, et plusieurs occasions de ce genre ont existé durant les dernières semaines. La "Fédérale" n'a pas manifestement une telle approche; elle semble maintenant être prête à prendre l'initiative et à mettre en jeu des montants plus importants que précédemment et supérieurs à ceux des banques centrales européennes, mais elle maintient une attitude défensive et suspend ses interventions dès que le dollar n'augmente plus. Son objectif est de ne pas affaiblir le dollar, de peur que le mouvement aille trop loin, et de maintenir le calme sur les marchés, de sorte que le financement des déficits américains se poursuive sans heurt.

Au sein du SME, le fait principal a été la faiblesse relative du deutsche mark, illustrée par les interventions à l'achat très importantes: l'équivalent de \$EU 3,7 milliards en avril et \$EU 2,5 milliards durant la première semaine de mai. Depuis le début de 1989, le montant dépasse \$EU 20 milliards, soit presque autant que pour l'ensemble de 1988 (\$EU 27 milliards). Le deutsche mark reste la monnaie la plus forte du mécanisme de change, avec des taux d'intérêt les plus bas dans la Communauté, mais la monnaie allemande est faible comparée à la position qui devrait résulter de données

fondamentales très favorables. Cette situation s'explique notamment par le fait que la confiance dans les relations de change actuelles du SME est telle que les différentiels de taux d'intérêt sont encore suffisants pour rendre attrayants les placements dans les autres monnaies. Des facteurs spéciaux ont aussi joué un rôle par exemple en Espagne ainsi qu'en Allemagne où l'évolution politique semble affaiblir le gouvernement, même si les élections générales ne devraient avoir lieu que dans un an et demi.

Les taux officiels allemands ont été relevés d'un demi-point, le 24 avril, afin de modérer l'expansion monétaire, de calmer la hausse des prix et aussi de soutenir le deutsche mark. Les taux du marché n'ont augmenté que de 1/4 de point et seulement pour les taux courts. Les taux à long terme ont même légèrement baissé à la suite peut-être de la décision d'abolir la retenue à la source à dater du 1er juillet 1989. Toutefois, cette mesure et l'augmentation des taux d'intérêt n'ont pas eu jusqu'à présent d'effet sur le cours du deutsche mark.

La plupart des pays de la CEE ont suivi la montée des taux d'intérêt allemands. Dans certains pays, il a été nécessaire de relever les taux officiels, dans d'autres, comme la France, les taux du marché ont augmenté suffisamment sans que les taux directeurs aient à être changés. Au total, les différentiels de taux d'intérêt entre les pays de la CEE ont peu changé et il n'est donc pas surprenant que l'effet sur les taux de change ait été limité.

L'incidence de l'abolition de la retenue à la source en Allemagne pourrait se faire sentir plus tard; les résidents pourraient attendre la suppression formelle, le 1er juillet 1989, ou encore d'être sûrs que la taxe ne sera pas réintroduite dans un cadre communautaire. Si les reflux de capitaux seront probablement lents, les nouvelles sorties devraient être en diminution et cela devrait suffire à renforcer le deutsche mark étant donné par ailleurs l'excédent courant considérable.

Les experts des banques centrales de la CEE n'ont pas exprimé de critiques sur les effets du relèvement des taux d'intérêt allemands mais ils ont considéré qu'il aurait été utile d'être informés à l'avance de la décision, car celle-ci est importante pour les partenaires et a été une surprise pour tous.

Les autres monnaies du mécanisme de change n'ont pas connu de problèmes particuliers. Le franc français s'est bien comporté, conforté certainement par des données fondamentales favorables. La lire italienne a été également ferme en raison essentiellement de différentiels de taux d'intérêt élevés car la balance des paiements et l'inflation n'évoluent pas

très positivement. La stabilité de la lire montre que le marché non seulement n'anticipe pas un réalignement mais ne s'attend même pas à des variations très importantes à l'intérieur de la marge; la lire pourrait se permettre actuellement une baisse de 5% tout en restant dans la marge. Le marché de la couronne danoise est à nouveau calme après les tensions de fin mars. En Irlande, les taux d'intérêt ont augmenté plus fortement que dans d'autres pays - 1 point pour les taux à court terme et 1/2 point pour les taux à long terme - en raison de sorties de capitaux importantes, près de \$1 milliard depuis février 1989. La Central Bank of Ireland a hésité pendant longtemps à relever les taux d'intérêt, étant donné la faiblesse de la croissance et de l'inflation et l'excédent externe. Aux Pays-Bas, les tensions politiques récentes qui entraînent des élections anticipées en septembre, ont affaibli légèrement et temporairement le florin. Toutefois, une faible augmentation des taux d'intérêt a été suffisante pour rétablir l'ancienne relation de change entre le deutsche mark et le florin.

La situation fondamentale en Espagne est inchangée; la croissance continue d'être forte, aucun resserrement de la politique budgétaire n'est attendu et c'est donc la politique monétaire qui doit être très restrictive. Les taux d'intérêt élevés ont attiré des entrées de capitaux considérables. Afin de limiter ces entrées, le Banco de España a permis que la peseta s'apprécie, par exemple de 10% à l'égard du deutsche mark depuis le début de 1988, et a renforcé les réserves obligatoires. Cette action a réussi à limiter l'endettement des résidents à l'étranger mais les investisseurs étrangers se sont portés massivement sur les Bons du Trésor espagnols. Malgré un déficit courant en accroissement rapide, le marché n'est pas inquiet, estimant que le déficit peut être facilement financé par de nouveaux afflux de capitaux, les investissements en pesetas restant en effet très attractifs.

La livre sterling a connu récemment une période assez tendue. On a pensé que des taux d'intérêt plus élevés pourraient être nécessaires mais cela a pu être évité, encore début mai, en raison notamment de la publication de chiffres de la balance commerciale, meilleurs que prévu. Au total, la relation livre sterling/deutsche mark est restée relativement stable et les taux d'intérêt du marché ont peu bougé.

En Grèce et au Portugal, la politique d'une dépréciation progressive et modérée de la monnaie nationale a été poursuivie avec toutefois une différence, dans le premier pays elle est associée à des sorties de capitaux importantes alors que des afflux substantiels sont observés au Portugal.

Enfin, il est à signaler, comme le rapport mensuel de l'Agent du FECOM en fait état, que la première transaction avec un Tiers détenteur d'Ecus a eu lieu en avril, la Nederlandsche Bank ayant vendu Ecus 50 millions à la Banque Nationale Suisse.

B. Exposé de M. Papademos

Les Suppléants ont centré leur attention sur l'efficacité des interventions récentes sur le marché des changes, sur les perspectives à plus long terme de l'évolution des taux de change et sur les politiques de taux d'intérêt dans la Communauté.

1. Les interventions effectuées récemment, notamment par la "Fédérale", ont été jugées relativement inefficaces; elles auraient été plus efficaces si elles avaient été faites pour des montants plus importants, si elles avaient été mieux concertées et si elles avaient accentué les mouvements des taux de change plutôt que de s'opposer à eux. Il a été souligné que la "Fédérale" a été réticente à suivre une telle stratégie, de peur de provoquer une forte baisse du dollar. La poursuite de la pratique récente en matière d'intervention pourrait faire perdre aux banques centrales leur crédibilité dans ce domaine.

2. Au cours des derniers mois, des relations de change paradoxales ont été observées. Les monnaies des pays ayant une inflation relativement élevée et des déficits des comptes courants se sont appréciées, tandis que les monnaies des pays à taux d'inflation faible et à excédent courant ont tendu à se déprécier. Deux explications peuvent être avancées à ce sujet: en premier lieu, les marchés attachent plus d'importance aux différentiels de taux d'intérêt qu'aux facteurs fondamentaux en raison partiellement du sentiment que les banques centrales ont pour objet la stabilité des taux de change nominaux, ce qui tend à réduire les risques de change. En second lieu, les pays connaissant un taux de croissance important et des pressions inflationnistes poursuivent des politiques monétaires restrictives non soutenues de manière appropriée par les politiques budgétaires, ce qui maintient des taux d'intérêt élevés et entraîne des afflux de capitaux.

Un Suppléant a souligné que, par suite de l'intégration croissante des marchés financiers, le processus d'ajustement doit être considéré dans un contexte plus large. Les évolutions observées sont les signes de situations cycliques différentes parmi les pays. Les pays qui menaient des politiques monétaires plus restrictives pour lutter contre les tensions inflationnistes ont contribué à la convergence des taux d'inflation mais

aux dépens de plus grandes divergences en matière de comptes courants. Si les déséquilibres de ces comptes courants reflètent principalement des situations cycliques différentes, ils devraient être acceptés temporairement. Les politiques d'intervention et de taux d'intérêt ne seraient pas efficaces pour traiter des situations découlant de résultats économiques divergents. Il a été suggéré que les facteurs qui sont à l'origine de ces différences dans les situations cycliques soient réexaminés.

D'autres Suppléants ont mis l'accent sur le caractère structurel des évolutions récentes des marchés financiers. Le nouvel environnement financier caractérisé par l'apparition de nouveaux instruments financiers et d'importants mouvements de capitaux a des incidences sur la conduite des politiques monétaires. Certains estiment que la libération des mouvements de capitaux pourrait retarder plutôt que faciliter le processus d'ajustement.

3. Le Suppléant allemand a souligné que les relèvements récents des taux d'intérêt officiels n'ont pas eu d'effet durable sur le cours de change du deutsche mark vis-à-vis des principales monnaies du fait, en partie, que les taux du marché dans d'autres pays ont augmenté, de manière égale ou même davantage, et que les différentiels de taux d'intérêt se sont donc maintenus, voire accrus. Sur ce même sujet, un autre Suppléant a fait observer que, si la politique monétaire allemande est appelée à constituer l'ancre pour la stabilité des prix dans le SME et si le taux de change n'est plus un instrument disponible pour freiner l'inflation, la Deutsche Bundesbank est contrainte d'utiliser les instruments restants, à savoir les taux d'intérêt, pour préserver la stabilité des prix. En outre, étant donné qu'aux Etats-Unis le dosage des politiques est inapproprié et le degré d'utilisation des capacités est élevé, une dépréciation du dollar ne contribuerait probablement pas au processus d'ajustement et pourrait au contraire accentuer les pressions inflationnistes.

Enfin, les Suppléants ont évoqué la forte hausse récente des taux d'intérêt en Irlande. La libération limitée des flux de capitaux à long terme, introduite au début de l'année, a provoqué des sorties de capitaux liées essentiellement à la diversification des portefeuilles des investisseurs institutionnels. Il en est résulté une diminution très importante des réserves de change officielles, ce qui a renforcé la nécessité de relever les taux d'intérêt.

C. Discussion du Comité

Le Président note que l'appréciation du dollar, malgré un certain ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis, constitue une surprise et pose la question fondamentale de savoir s'il s'agit d'un "overshooting" du marché et donc d'un mouvement transitoire, ou d'une nouvelle tendance à la hausse continue justifiant toute l'attention des Gouverneurs. En outre, ceux-ci pourraient considérer les récents développements en Allemagne, c'est-à-dire les relèvements des taux d'intérêt, l'abolition de la retenue à la source sur les revenus de l'épargne et la forte augmentation de l'excédent courant (+44% au premier trimestre 1989).

M. Pöhl présente quelques remarques sur plusieurs points qui ont été exposés dans les rapports complets et équilibrés de MM. Dalgaard et Papademos.

Le relèvement des taux d'intérêt allemands s'explique par trois raisons principales qui ont déjà été évoquées depuis plusieurs semaines, notamment au sein du Comité, à telle enseigne que la surprise a existé peut-être pour le moment, mais pas pour la mesure elle-même. La première raison tient à la croissance de l'économie allemande qui est plus vigoureuse que prévu et recèle des risques accrus de surchauffe. Des goulots d'étranglement apparaissent déjà dans certains secteurs et le contexte actuel est celui d'une phase tardive d'un cycle de 6 à 7 années de croissance continue. Il faut éviter des problèmes similaires à ceux d'autres pays européens comme le Royaume-Uni. D'autre part, même si les prochaines négociations salariales n'auront lieu qu'en 1990, il y a de plus en plus de signes que la vigueur de l'économie et d'autres facteurs conduiront à des revendications importantes, d'autant plus que la situation en matière de prix n'est pas aussi bonne que d'habitude. Les prix à la consommation augmentent au rythme annuel de 3%, qui est élevé dans le contexte allemand, mais il faut tenir compte de l'impact du relèvement des taxes à la consommation. La hausse des prix à l'importation est plus préoccupante avec un taux annuel de près de 12% qui résulte en particulier de l'augmentation des prix du pétrole et de la détérioration des termes de l'échange.

Le taux de change du deutsche mark est la deuxième raison du relèvement des taux d'intérêt; en effet, il n'est pas favorable à la stabilité des prix et il n'est pas consistant avec l'excédent des comptes courants. Cet excédent augmente continuellement et pourrait dépasser \$EU 50 milliards pour l'année; il est dû en partie à la dépréciation en termes nominaux et réels du deutsche mark vis-à-vis du dollar et aussi du yen et d'autres monnaies, comme la livre sterling et la peseta espagnole. L'excédent commercial avait baissé nettement en 1988 à l'égard des Etats-Unis mais a remonté

depuis l'automne dernier; plus généralement l'excédent est le reflet de la forte demande de biens industriels et d'équipement dans nombre de pays européens et particulièrement dans ceux qui ont une demande interne extrêmement vive et des tensions inflationnistes. L'excédent allemand doit aussi être vu du côté des partenaires qui, grâce à la liberté du marché, peuvent amortir et rééquilibrer les pressions internes, mais quand tous les pays sont en situation de surchauffe, ce rééquilibrage ne fonctionne plus.

Malgré un certain ralentissement, l'expansion monétaire reste forte et supérieure aux objectifs pour la troisième année consécutive; cela constitue la troisième raison au resserrement de la politique monétaire. Après les relèvements de taux d'intérêt effectués en janvier, le marché s'attendait à de nouvelles hausses en mars, que la Bundesbank n'a pas opérées. Lorsque les taux officiels ont été relevés le 24 avril, les taux du marché, qui avaient augmenté entre-temps, n'ont que très peu bougé. Au total, toutefois, ils ont presque doublé en huit mois pour les taux à court terme. Les taux à long terme ont peu varié, l'abolition de la retenue à la source a pu contribuer à leur stabilité mais une tendance à la hausse s'est développée récemment en liaison probablement avec l'appréciation du dollar.

La fermeté surprenante de la monnaie américaine tient à la faiblesse du yen et du deutsche mark, due en partie à des raisons politiques, et aussi à d'autres facteurs, par exemple l'accoutumance des marchés aux grands déséquilibres existants et à l'idée que le monde peut vivre avec cela, ce qui est une attitude dangereuse. Un autre facteur, qui mériterait d'être mieux étudié, peut être trouvé dans la politique restrictive menée depuis longtemps par la "Fédérale" et qui se traduit notamment par une expansion des agrégats monétaires inférieure aux objectifs, alors que c'est le contraire au Japon et dans nombre de pays européens.

La politique d'intervention des banques centrales a été critiquée comme étant la plus mauvaise possible. Cela est vrai en partie; par exemple, la "Fédérale" et le Trésor américain sont effectivement très soucieux de ne pas provoquer une baisse incontrôlable du dollar. Toutefois, au-delà de cet aspect, il faut souligner que l'essentiel de la charge des interventions est supporté par la Deutsche Bundesbank. En effet, l'utilisation du deutsche mark s'est développée de façon considérable. Les avoirs dans cette monnaie dépassent DM 100 milliards uniquement pour l'Europe et les Etats-Unis, sans compter les avoirs, mal connus, détenus en dehors de ces pays. Au sein du mécanisme de change du SME, où le deutsche mark est naturellement la monnaie d'intervention et de réserve, les avoirs atteignent 36 milliards, ce qui ne

paraît pas excessif; aux Etats-Unis, ils s'élèvent à 34 milliards. Les achats très importants ont certainement permis au deutsche mark de rester, malgré des taux d'intérêt relativement bas, la monnaie la plus forte du SME; ils n'ont pas permis cependant d'éviter sa faiblesse internationale. En tout état de cause, il faut réfléchir aux conséquences possibles, en cas de renversement de situation, d'une utilisation massive de ces avoirs qui représentent environ 17% des réserves de change mondiales. En outre, l'utilisation du deutsche mark dans les interventions conduit à une création monétaire et donc à un risque inflationniste qui dépend du degré de la neutralisation opérée. Il existe donc des limites aux interventions et, dans ces conditions, si le dollar continue à monter et le yen et le deutsche mark à se déprécier, il faudra élargir les différentiels de taux d'intérêt, ce qui signifie que si les taux ne baissent pas aux Etats-Unis à l'initiative des autorités ou du marché, ils devront être relevés à nouveau en Europe.

La décision de la Bundesbank de relever ses taux a suscité quelque déception parmi les partenaires à cause de l'absence de consultation ex ante. En fait, la banque centrale allemande est très attachée à la coopération et à la coordination des politiques monétaires, en particulier dans le cadre du mécanisme de change, et elle l'a prouvé dans le passé; toutefois, comme ses homologues, elle a ses propres contraintes et l'exemple du 24 avril montre que, dans le cadre juridique institutionnel actuel, la coordination ex ante des politiques économiques et monétaires a des limites. Cet exemple pourrait peut-être contribuer à accélérer la mise en place d'une structure de décision commune dans la voie du rapport du "Comité Delors".

M. de Larosière considère que la situation actuelle, à la suite de la décision de la Bundesbank de relever ses taux d'intérêt directeurs est, à plusieurs égards, paradoxale. Cette mesure a été prise essentiellement pour des raisons internes, pour répondre aux signes de tensions, mais a-t-elle été efficace? Certainement pas en ce qui concerne le taux de change du deutsche mark qui s'est déprécié au cours des deux dernières semaines vis-à-vis du dollar. La fermeté de celui-ci a toutefois d'autres raisons qui ont été rappelées mais il y a aussi le fait qu'en Europe les taux d'intérêt ont monté après la décision allemande et même dans les pays où les taux officiels n'ont pas été relevés. Ainsi, les relativités n'ont pas vraiment changé. La mesure allemande peut avoir quelque impact sur la demande interne, mais cela est-il visé? Comme l'a dit M. Pöhl, un des éléments essentiels du "boom" de l'économie allemande est la force des exportations et donc de la demande interne chez les partenaires, en particulier européens. Le simple fait pour ceux-ci de suivre la hausse des taux d'intérêt allemands ne change

pas fondamentalement la relativité macro-économique entre eux, et donc le rééquilibrage en volume des fondamentaux, qui permettrait de réduire un peu les exportations allemandes, ne se produit pas.

Il apparaît ainsi clairement que le vrai problème sur lequel on doit se pencher est celui d'une meilleure gestion concertée de la macro-économie européenne et internationale. Or, une telle gestion est balbutiante au niveau mondial parce qu'il est toujours difficile d'intégrer la politique américaine; celle-ci est, en fait, hors du champ de l'intervention économique européenne et elle suscite nombre d'interrogations à l'heure actuelle, notamment dans le domaine budgétaire. Les tensions inflationnistes observées dans plusieurs pays pourraient, en fin de compte, ne se modérer que si le ralentissement de l'économie américaine, dont on relève quelques signes avant-coureurs, se développait. La gestion concertée de la macro-économie est également balbutiante au niveau communautaire; en particulier, il n'y a pas de véritable discussion sur le rééquilibrage des relativités macro-économiques. Dans ce contexte, la Bundesbank peut relever ses taux à la faveur d'une décision surprise de son Conseil central, décision qui peut avoir certains effets et pas d'autres, mais qui constitue un peu le signe que les pays de la CEE procèdent à l'aveuglette. Comme M. Pöhl l'a indiqué, cet exemple doit amener à réfléchir sur la qualité du processus décisionnel et sur la qualité de la concertation ex ante au sein de la Communauté. Celle-ci a fait défaut le 24 avril et on peut le regretter, mais il est au moins aussi important d'établir une vraie concertation sur les "fondamentaux" que de savoir si la Bundesbank va relever ses taux un certain jeudi ou 15 jours plus tard.

En ce qui concerne les interventions sur les marchés des changes, M. de Larosière reconnaît leurs limites mais rejoint les critiques exprimées par M. Dalgård. Depuis quelques semaines, les interventions ont été ni assez vigoureuses ni assez bien dirigées. Sans chercher à pousser le dollar dans un nouveau cycle de baisse, on pourrait varier le moment des interventions dans la journée afin d'obtenir un effet optimal. Il serait donc utile de revoir dans les jours à venir les techniques ou procédures d'interventions des banques centrales.

M. Ciampi reconnaît, comme cela a déjà été dit, que les marchés paraissent accepter les déséquilibres importants qui existent tant dans le monde qu'à l'intérieur du SME et que les relativités macro-économiques sont capitales pour ces déséquilibres. Cette habitude ou résignation des marchés

à l'égard des déséquilibres impose aux autorités de tout faire et rapidement pour obtenir un redressement. Des politiques de correction dans chaque pays sont donc essentielles et il est très important qu'elles se développent dans le cadre d'une coordination et d'une concertation des politiques macro-économiques.

En Italie, l'évolution de la lire montre qu'on s'est accommodé de la situation existante; alors qu'il y a des signes évidents de dégradation de l'économie, dans le domaine de l'inflation et de la balance courante, il n'y a pas eu de réactions sur les marchés des changes. Au contraire, la lire reste ferme et s'est même appréciée en termes nominaux et réels vis-à-vis des autres monnaies du SME. Si cette évolution est évidemment favorable pour freiner l'inflation, elle ne doit pas faire oublier que les déséquilibres fondamentaux sont préoccupants et difficiles à corriger. Tout en étant encore insuffisante, la politique budgétaire italienne paraît s'engager dans la bonne voie, et les mesures prises fin mars devraient limiter le déficit de l'Etat pour 1989. Par ailleurs, la demande interne pourrait être freinée par l'anticipation, de novembre à juin, du paiement des impôts des ménages et des entreprises.

Les problèmes actuels observés dans la plupart des pays mettent en relief l'importance de la coordination des politiques macro-économiques, monétaires et de change. L'évolution récente a montré que, à l'intérieur de l'Europe, les différentiels de taux d'intérêt n'ont pas vraiment changé après la décision allemande qui, de ce fait, est restée largement sans effet.

En ce qui concerne les interventions sur les marchés des changes, M. Dalgaard suggère qu'elles pourraient être effectuées de manière plus opportune et à des moments plus propices. Il est vrai que, même si elles ont des vertus limitées, les interventions pourraient être rendues plus efficaces, par exemple en opérant dans un sens procyclique plutôt que de manière défensive, lors que le dollar monte.

M. Duisenberg indique que la Nederlandsche Bank a suivi immédiatement le relèvement des taux d'intérêt opéré par la Deutsche Bundesbank. En ce qui concerne le processus décisionnel, il n'y a pas, à Amsterdam, un Conseil central aussi puissant qu'à Francfort. Si la décision allemande a surpris, elle est tout à fait compréhensible, étant donné les raisons internes et externes qui la justifient. Des raisons similaires ont présidé à la décision néerlandaise. Le taux d'inflation est faible, le plus bas en Europe, avec 0,8%, mais il est influencé par l'abaissement de la TVA qui a contribué à modérer l'inflation. Des signes inquiétants apparaissent dans

d'autres domaines. Ainsi, une certaine accélération de la hausse des salaires se manifeste; les conventions conclues récemment restent tout juste dans la limite des gains de productivité et nombre de conventions vont venir à échéance à la fin de cette année. En outre, la durée des conventions tend à se raccourcir, ce qui est révélateur des tensions du marché du travail. Dans certains secteurs, on s'approche des limites de capacité et le degré d'utilisation des capacités est dans l'ensemble à un niveau record. L'augmentation des prix à l'importation, surtout des matières premières, est également préoccupante. L'inquiétude principale concerne toutefois l'évolution monétaire. Après le Royaume-Uni, les Pays-Bas ont enregistré en 1988 le plus fort accroissement de M2, soit un taux de 14%, qui continue depuis le début de l'année. Dans ces conditions, la Nederlandsche Bank, qui n'aurait pas pris l'initiative d'un relèvement de ses taux d'intérêt, a saisi l'occasion de la décision allemande pour le faire; elle est même allée plus loin en ce sens qu'elle a engagé des discussions avec les banques commerciales pour conclure un "gentleman's agreement" visant à modérer la création monétaire.

Le Président indique que le relèvement des taux d'intérêt allemands a permis aussi en Grèce de convaincre les autorités d'augmenter les taux d'intérêt, notamment sur les Bons du Trésor.

M. Rubio fait observer que, en Espagne, les difficultés de la situation actuelle tiennent en grande partie au dosage entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Cette dernière vise à réduire le déficit public qui n'est pas très élevé comparé aux autres pays européens mais qui joue néanmoins un rôle expansionniste au moment où la demande interne, notamment pour les investissements, est très forte. Il est peu probable que le gouvernement puisse changer fondamentalement la politique budgétaire en 1989, mais certaines mesures pourraient être prises prochainement qui pourraient atténuer le dilemme de la politique monétaire. En effet, la peseta est soumise depuis longtemps à de fortes pressions à la hausse et elle s'est appréciée par exemple vis-à-vis du deutsche mark de 11% en termes réels au cours des 12 derniers mois. Une appréciation supplémentaire n'est pas souhaitable, étant donné que le déficit courant augmente considérablement; il devrait être en 1989 le double de celui de 1988 et atteindre environ \$EU 7 milliards, soit plus de 2% du PIB. D'autre part, le Banco de España doit mener une politique monétaire restrictive et donc maintenir des taux d'intérêt élevés pour faire face à la pression de la demande interne et aux tensions inflationnistes.

M. Hoffmeyer rappelle qu'il avait plaidé en avril pour que les pays de la CEE ne suivent pas automatiquement les initiatives de la Deutsche

Bundesbank en matière de taux d'intérêt, à moins que les conditions ne l'exigent vraiment. En janvier, la Danmarks Nationalbank n'a pas suivi et elle a réussi en partie, mais elle était consciente, et elle l'a précisé, qu'elle ne pourrait pas s'abstenir si un nouveau relèvement des taux d'intérêt allemands se produisait. Ce relèvement est intervenu, ce qui n'était pas une véritable surprise, et il est important que certains pays aient montré qu'il n'était pas nécessaire de le suivre. Même si les taux du marché ont monté à peu près partout, une grande différence existe si les taux officiels ne sont pas augmentés car ils ont une valeur de signal et un grand impact sur les anticipations.

M. Hoffmeyer fait observer que, actuellement, le deutsche mark est la monnaie la plus forte dans le SME et la croissance de l'économie allemande est également forte. Dans ces conditions, on ne peut rien faire dans le cadre européen. Le problème réside essentiellement dans les relations entre le deutsche mark et le dollar. Il est probable toutefois que si celui-ci devait baisser sensiblement, des inquiétudes apparaîtraient. De toute manière, il semble qu'on ne puisse pas critiquer en même temps la politique de croissance et la politique monétaire de l'Allemagne.

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 d'avril et des premiers jours de mai 1989

Le Président constate l'adoption par le Comité du "Rapport concertation"; celui-ci sera transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle.

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

Le Président rappelle que cette question a été abordée en avril mais qu'il a été convenu de la traiter en mai après un examen plus approfondi par les Suppléants. Ces derniers ont procédé à cet examen hier et M. Papademos en rendra compte. Auparavant, M. Lamfalussy pourrait introduire le sujet.

A. Exposé de M. Lamfalussy

Le Comité des Suppléants et le Comité des Gouverneurs ont discuté durant leurs séances d'avril les problèmes soulevés par l'accession de

nouvelles banques au système de compensation et de règlement de l'Ecu privé. A l'issue de ces discussions, il a été convenu que la question serait reprise en mai afin d'essayer d'aboutir à un consensus sur la forme et le degré désirables de l'engagement des banques centrales de la CEE dans ce domaine.

Il convient de rappeler qu'en 1986, quand les Gouverneurs de la CEE et le Conseil d'administration de la BRI ont décidé que la BRI pourrait agir comme Agent du système de compensation et de règlement de l'Ecu privé, il a été généralement accepté par les Gouverneurs et la Banque que, en particulier dans la phase de mise en marche du système, le nombre de banques de compensation et son taux d'accroissement devraient satisfaire à deux critères fondamentaux:

- le rythme d'accroissement devrait être suffisamment lent pour permettre au système d'absorber les nouveaux membres sans créer des problèmes techniques pour son fonctionnement efficace et sans mettre en péril son intégrité financière;
- le taux d'accroissement devrait, cependant, être suffisamment rapide pour démontrer que le système n'était pas fermé, c'est-à-dire qu'il n'était pas conçu pour protéger les intérêts commerciaux des membres existants à l'origine.

En vue de satisfaire ces deux objectifs, la BRI a agi dans deux voies. En premier lieu, elle a fixé un critère d'admission minimal de Ecus 30 milliards de bilan, soit six fois le minimum établi par l'Association Bancaire pour l'Ecu (ABE). D'autre part, elle a multiplié ses efforts pour s'assurer que le processus d'admission ne s'interrompe pas.

Il est apparu évident, dès le début, qu'il ne serait pas facile de réconcilier ces deux objectifs et, actuellement, c'est devenu quasiment impossible. Un certain nombre de banques de compensation sont devenues de plus en plus réticentes à admettre de nouveaux membres et à accepter une réduction du critère initial de Ecus 30 milliards; ces banques invoquent l'accroissement potentiel de leurs propres risques de crédit qu'entraînerait une extension du nombre des membres mais, certaines d'entre elles, au moins, peuvent avoir d'autres considérations. Quoiqu'il en soit, le résultat de cette attitude sera probablement que certaines banques tout à fait honorables seront laissées en dehors du système. C'est la raison pour laquelle le problème est soumis aux banques centrales qui ont certainement un intérêt dans un système fonctionnant de manière efficace, sûre mais aussi équitable.

Parmi les diverses difficultés qui apparaissent dans la recherche d'une solution équilibrée, deux méritent d'être soulignées.

La première, qui est un problème de procédure, tient au fait que le critère BRI de Ecus 30 milliards fait partie de la convention conclue entre la BRI en tant qu'Agent et l'ABE; ce critère ne peut donc être modifié ou remplacé par un autre unilatéralement. L'ABE doit approuver tout changement. En l'absence d'une telle approbation, et c'est précisément la situation actuelle, les seules options restantes pour la BRI sont soit de s'accommoder du régime actuel, avec le risque de paraître cautionner le caractère fermé du système, soit d'appliquer le traitement de choc du retrait du système, ce que la convention permet mais que ni la BRI, ni certainement les banques centrales, n'envisageraient avec plaisir.

La seconde difficulté est un problème de fond et comporte trois aspects. Sur le plan technique, il est certainement possible de porter le nombre des banques de compensation bien au-delà du chiffre actuel de 33. On peut admettre qu'un élargissement substantiel du nombre des banques de compensation peut présenter des dangers sous la forme d'une augmentation pour les participants des risques de crédit et de règlement; de tels risques sont inhérents à la manière dont le système fonctionne et existent même avec le nombre actuel de participants. Enfin, on ne peut s'empêcher de penser que quelques banques usent de cet argument pour protéger leurs intérêts commerciaux. Ces difficultés justifient qu'on considère avec attention toutes les mesures appropriées pour éviter une aggravation des risques de crédit et de règlement inhérents au fonctionnement du système, sans pour autant s'exposer au reproche de protéger des intérêts acquis.

Afin d'accomplir cette tâche, ou même simplement afin de continuer à agir comme Agent dans le cadre actuel, la BRI a besoin de l'appui des banques centrales concernées. Ainsi qu'il a été clairement entendu depuis le début, le système de compensation ne doit pas et ne peut pas compter sur un apport de liquidité des banques centrales et il va de soi que la BRI ne demande pas un tel soutien. En fait, elle souhaite un appui qui permette à ses représentants d'agir avec une autorité accrue dans les prochaines discussions avec l'ABE sur le fonctionnement du système et en particulier sur les règles d'accès au statut de banque de compensation. Cet appui moral et technique peut prendre diverses formes mais il est indispensable dès lors qu'il est admis que la BRI doit continuer à jouer un rôle utile dans le système de compensation et de règlement de l'Ecu privé.

B. Exposé de M. Papademos

Les Suppléants ont eu une discussion approfondie des questions concernant l'élargissement du système de compensation et de règlement de l'Ecu privé et ont abouti aux conclusions suivantes.

Les Suppléants sont convenus que les Gouverneurs pourraient confirmer leur engagement que le système de compensation et de règlement de l'Ecu privé devrait être un système ouvert et qu'il devrait se développer en fonction de critères qui assurent une participation adéquate et favorise la sûreté sur le plan opérationnel et prudentiel. Il a été reconnu qu'un appui devrait être apporté à la BRI afin de lui permettre de surmonter l'impasse actuelle.

L'engagement des Gouverneurs pourrait être exprimé comme suit:

1. La BRI recevrait un résumé de la discussion des Gouverneurs. De l'avis des Suppléants, ce résumé devrait contenir, en particulier, les éléments ci-après:

- a) une réitération des principes établis par les banques centrales de la CEE en mars 1983 pour la participation de la BRI comme Agent du système de compensation de l'Ecu;
- b) une réaffirmation du désir de voir le système évoluer selon des critères d'admission bien définis qui permettent une expansion équilibrée du système;
- c) une expansion du souhait que, en attendant la révision des critères d'admission, la participation au système soit élargie pour inclure un nombre limité de banques qui sont actuellement exclues pour des raisons qui ne peuvent être justifiées ni par des considérations de crédit ni par des considérations prudentielles;
- d) la création d'un groupe de travail technique, tel qu'il est exposé ci-après.

2. Un groupe de travail serait créé et comprendrait des experts venant des banques centrales, de la Commission des Communautés européennes et de la BRI. Ce groupe assisterait la BRI dans la revue des critères d'admission du système de compensation visant à réaliser une expansion satisfaisante des membres du système. Le groupe devrait aussi examiner les risques systémiques du mécanisme de compensation, en particulier ceux relatifs à la compensation des transactions, tout en prenant en compte les considérations prudentielles pertinentes.

3. Enfin, la BRI serait invitée à informer régulièrement le Comité des Gouverneurs des progrès réalisés dans ses discussions avec l'Association Bancaire pour l'Ecu.

C. Discussion du Comité

M. de Larosière indique qu'il a écouté avec beaucoup d'intérêt les exposés de MM. Lamfalussy et Papademos; il se rallie entièrement aux quatre points que ce dernier a présentés. En fait, les Gouverneurs ont déjà exprimé cela à leur séance d'avril et le procès-verbal en fait état de manière claire. La synthèse et la structure proposées par M. Papademos sont tout à fait justes, raisonnables et équilibrées; elles devraient constituer la décision ou le résumé de la discussion des Gouverneurs d'aujourd'hui, de sorte que M. Lamfalussy puisse agir comme il l'a indiqué.

M. Pöhl exprime son accord complet avec M. de Larosière; les Gouverneurs doivent appuyer la BRI pour ouvrir le système de compensation de l'Ecu car ils n'ont aucun intérêt à voir ce système fermé. En revanche, il est peut-être un peu trop tôt pour décider de créer un nouveau groupe: il en existe déjà tellement et cela pose aussi le problème des experts qu'il faut trouver et envoyer à tous ces groupes et réunions. Il suffirait, pour l'instant, de souligner très nettement ce qui a été dit par M. Lamfalussy et d'autoriser ce dernier d'en informer les banques, et même de leur dire qu'il existe un risque sérieux que la BRI se retire du système de compensation.

M. Pöhl précise qu'il n'est pas en faveur de cette issue mais que la menace pourrait être brandie. Il pense, de toute manière, que l'appui apporté par les banques centrales devrait impressionner les banques du système de compensation et les amener à changer d'attitude; si cela n'était pas le cas, les Gouverneurs pourraient revoir la question.

M. Lamfalussy considère que l'appui ainsi fourni par les banques centrales devrait suffire à condition que, s'il y a des problèmes techniques, la BRI puisse convoquer des discussions ad hoc. Un groupe permanent n'est certainement pas nécessaire mais des situations peuvent surgir dans lesquelles il serait très utile de recueillir les vues techniques des banques centrales sur certaines questions.

M. de Larosière suggère d'amender le 4e point de M. Papademos pour dire que, en cas de besoin, un groupe ad hoc pourrait être réuni en vue d'examiner les points en question.

Le Président constate qu'il y a accord du Comité sur la question du système de compensation de l'Ecu et que les vues des Gouverneurs seront communiquées à la BRI sous la forme d'une lettre du Président. Un projet sera élaboré et diffusé par le Secrétariat; il pourra être amendé à la

suite de la procédure écrite, la lettre définitive étant envoyée ensuite à M. Lamfalussy.

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

Le Président rappelle que, selon la procédure habituelle, les Suppléants auraient dû se saisir en premier de cette question et leur Président rendre compte aux Gouverneurs; mais, par manque de temps, ils n'ont pas pu le faire. Il suggère toutefois de discuter cette question sans attendre la séance de juillet car, à ce moment là, l'ordre du jour risque fort d'être chargé avec, en plus des points habituels, l'examen du Rapport No 35 du "Groupe Raymond" et de la note annuelle sur les finances publiques; celle-ci est à l'ordre du jour de la présente réunion mais, les Suppléants ne l'ayant pas analysée, il semble préférable de renvoyer sa discussion.

A. Exposé de M. Bockelmann

Cet exposé a été distribué aux membres après la séance dans une version intégrale qui est reproduite en annexe au présent procès-verbal.

B. Discussion du Comité

M. Ciampi estime que l'analyse des taux de change effectifs présentée par M. Bockelmann est d'un grand intérêt et il serait effectivement souhaitable d'élargir l'étude pour obtenir un tableau plus complet et mieux dégager les liens avec les principales variables économiques. Dans une telle perspective d'un approfondissement de l'étude, quelques aspects, essentiellement statistiques, méritent d'être soulignés. En ce qui concerne les indicateurs ou "correcteurs", M. Bockelmann a retenu l'indice des prix à la consommation et les coûts unitaires du travail. Les deux ont leurs limites et leurs imperfections, tout autre critère aussi, mais il faudrait essayer de retenir le moins mauvais. Le premier, les prix, ne représente qu'imparfaitement la compétitivité externe d'un pays; le second critère fait abstraction du coût du capital et des biens d'équipement; en outre, les calculs des coûts unitaires varient sensiblement selon les pays. On pourrait s'inspirer de l'exemple de la Banca d'Italia qui utilise depuis longtemps les prix de gros des produits manufacturés. Sans être parfait, cet élément répond peut-être mieux à l'objectif poursuivi et donne des résultats qui se situent

entre les deux extrêmes obtenus à partir des prix à la consommation ou des coûts unitaires.

Enfin, il est à noter que l'année de référence choisie, 1979, est pour l'Italie une année particulière car on avait à dessein opéré une dépréciation de la lire afin de lui permettre de tenir plus longtemps dans le SME sans réalignement. A l'époque, les différentiels de taux d'inflation avec les participants au mécanisme de change étaient très élevés et la Banca d'Italia avait voulu que la lire entre dans la grille à un niveau assez bas.

M. Hoffmeyer observe qu'il est intéressant de faire des survols sur plusieurs années d'évolution des taux de change effectifs; il rappelle que la théorie du pouvoir d'achat des parités ne joue pleinement que dans les périodes de forte inflation. Une analyse plus fine devrait prendre en compte plusieurs éléments comme les services, le facteur qualité, mais il est difficile de saisir parfaitement la réalité. D'autres mesures indépendantes, par exemple sur les profits et les salaires, existent et pourraient être utilisées. On constate notamment que, dans presque tous les pays, la part des salaires a tendu à s'accroître jusqu'au début des années 1970 pour ensuite se réduire.

M. Doyle partage les réserves d'ordre statistique exprimées par MM. Ciampi et Hoffmeyer. Par exemple, en Irlande, les chiffres fondés sur les prix à la consommation sont très influencés par le poids élevé des impôts indirects, surtout depuis 1983. Les chiffres calculés sur la base des coûts unitaires sont également affectés par la structure de l'économie et de l'industrie irlandaises. L'importance très grande de l'agriculture n'est pas prise en compte tandis que, dans l'industrie, une partie importante est très capitalisée. De ce fait, la compétitivité de l'industrie irlandaise n'est pas évaluée sur les coûts unitaires du travail mais davantage sur les taux de salaires. Dans toutes ces comparaisons internationales, il est plus important de comparer des structures économiques et industrielles similaires que de faire des calculs assez abstraits qui donnent l'impression de se fonder sur des critères objectifs mais n'ont pas en fait de base commune.

VI. Echange de vues sur l'évolution des finances publiques et implications pour la politique économique

Le Président rappelle qu'il a déjà indiqué que les Suppléants n'ont pas eu le temps d'examiner la note sur l'évolution des finances publiques

et qu'il a proposé de renvoyer la discussion à la séance de juillet au cours de laquelle le nouveau rapport du "Groupe Raymond" sur les politiques monétaires devrait aussi être examiné. D'autre part, M. Raymond qui, pour des raisons de santé, n'a pas pu venir à Bâle cette fois, devrait être présent en juillet pour participer aux séances.

VII. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

VIII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le lundi 12 juin 1989 à 9 heures 30, soit juste avant l'Assemblée Générale de la BRI. Selon la tradition, la séance de juin est limitée à quelques points tels que l'approbation du procès-verbal et du "Rapport Concertation", auxquels s'ajoute, depuis 1988, l'exercice "Surveillance". Celui-ci sera préparé, comme d'habitude, par les experts mais au moyen seulement de la conférence téléphonique qui a lieu chaque mois, le vendredi après-midi précédant la séance du Comité. Ainsi, ni le "Groupe Surveillance" ni le Comité des Suppléants ne tiendraient de réunion en juin, sauf bien entendu si la situation exige de les réunir le dimanche.

D'autre part, le "Groupe Concertation" se réunira lundi 12 juin 1989 à 8 h 30 pour mettre au point le rapport que les Gouverneurs doivent adopter.

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

AVRIL 1989

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- un repli du dollar EU, suivi d'un nouveau renforcement vers la fin du mois;
- poursuite du recul du franc suisse.

Après avoir atteint son plus haut niveau pour la période le premier jour ouvré, le dollar EU s'est replié devant l'attitude plus prudente adoptée par les opérateurs à la suite de la réunion du Groupe des Sept et après des interventions à la vente de dollars contre deutsche marks et yens. Bien que le sentiment des investisseurs soit demeuré positif à l'égard de la monnaie américaine, la publication d'indicateurs signalant une éventuelle modération du rythme de croissance économique aux Etats-Unis a parfois freiné la

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

demande de dollars. Vers la fin du mois, des pressions à la hausse sont réapparues, des informations faisant état d'une demande persistante de dollars de la part des entreprises et des investisseurs. Au total, le dollar a peu varié sur l'ensemble du mois.

Au sein du SME, les relations entre les taux de change ont été stables. Vers la fin du mois, la hausse modérée des taux d'intérêt allemands a été suivie dans la plupart des autres pays membres du système et a eu, par conséquent, peu d'effets sur les taux de change.

Le deutsche mark s'est légèrement raffermi. Son indice pondéré par rapport aux dix-huit principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne (1972 = 100) s'est élevé de 173,8, fin mars, à 174,4, fin avril. Cette appréciation a eu lieu durant la première quinzaine et s'explique en partie par l'affaiblissement du dollar au cours de cette période et en partie par le débat sur la suppression de la retenue à la source. En revanche, le relèvement de 0,5 point, le 20 avril, du taux d'escompte et du taux lombard de la Bundesbank, à 4,5% et 6,5% respectivement, n'a exercé aucune influence durable. Au cours des derniers jours du mois, le mark allemand s'est légèrement affaibli.

Le franc français a continué de faire preuve d'une bonne tenue sur l'ensemble de la période, bénéficiant de la publication de résultats économiques positifs et de l'orientation favorable du marché obligataire français. Le relèvement des taux officiels décidé par plusieurs pays européens n'a eu qu'un impact très temporaire, en dépit de la réduction du différentiel de rémunération à court terme qui en est résultée, et le franc a retrouvé en fin de mois sa position initiale au sein de la bande communautaire.

Tout au long du mois, le franc belge est demeuré stable vis-à-vis du mark allemand. La Banque Nationale de Belgique a relevé de 0,5% son taux d'escompte et son taux des avances, dans le sillage de la décision similaire de la Bundesbank. La Banque Nationale de Belgique a également effectué quelques achats de devises.

La position du florin néerlandais dans la partie supérieure de la bande du SME n'a guère varié. Après le relèvement des taux d'intérêt en Allemagne, à compter du 21 avril, la Nederlandsche Bank a augmenté de 0,5 point son taux d'escompte et son taux lombard, pour les porter à 5,5% et 6,25% respectivement.

La couronne danoise est restée la monnaie la plus faible du SME et s'est inscrite à proximité de sa limite inférieure. L'écart de taux d'intérêt avec le deutsche mark a été maintenu pratiquement inchangé, la

Danmarks Nationalbank ayant majoré de 0,5 point ses principaux taux d'intérêt lorsque la Bundesbank a fait de même.

La livre irlandaise est demeurée relativement stable dans la moitié supérieure de la bande de fluctuation du SME. Devant la poursuite des sorties nettes de capitaux liées à des opérations commerciales, la banque centrale a réagi initialement par des ventes nettes de devises. Sur le marché monétaire interne, les taux ont commencé de s'élever à partir de la mi-avril, et, le 27, la banque centrale a relevé d'un point, à 9%, le taux de ses avances à court terme.

La lire italienne s'est montrée généralement stable dans la partie inférieure de la bande du SME. D'importantes entrées de capitaux se sont produites au cours de la deuxième semaine, nécessitant des achats relativement importants de deutsche marks par la Banca d'Italia.

Des commentaires défavorables parus dans la presse ont engendré, en début de mois, une baisse de la livre sterling; celle-ci s'est ensuite redressée, cependant, sous l'effet d'interventions substantielles et d'anticipations croissantes d'un nouveau relèvement des taux d'intérêt au Royaume-Uni. Cette attente ne s'étant pas confirmée, l'évolution de la livre est devenue irrégulière, au milieu de craintes d'une grève dans les ports et des préoccupations causées par les perturbations de la production pétrolière en Mer du Nord. De nouvelles interventions de soutien ont été effectuées à la suite des augmentations de taux d'intérêt dans d'autres pays d'Europe mais, grâce aux résultats meilleurs que prévu du commerce extérieur en mars, la livre s'est redressée en fin de mois. Son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux a fléchi de 0,4%, pour se situer à 95,1 (1985 = 100).

La drachme grecque est demeurée stable par rapport au dollar EU, mais s'est dépréciée de 0,7% vis-à-vis de l'Ecu. La Banque de Grèce est intervenue à plusieurs reprises sur le marché dans le cadre de sa politique de change actuelle. En termes effectifs, la dépréciation a été de 0,7%.

La peseta espagnole s'est de nouveau trouvée soumise à des pressions à la hausse, dues essentiellement aux entrées de capitaux à court terme provoquées par l'écart actuel des taux d'intérêt, qui ont nécessité des interventions à l'achat par le Banco de España. Sur l'ensemble de la période, la peseta s'est appréciée de 0,4% par rapport à l'Ecu et de 1,1% vis-à-vis du dollar EU. Le 25 avril, le Banco de España a relevé de 0,4 point le taux de ses prises en pension à trois mois, pour le porter à 13,75%.

En termes effectifs, l'escudo portugais s'est déprécié de 0,25%, à la suite d'importantes interventions à l'achat de devises dans le cadre

de la politique de change menée par le Banco de Portugal. Par rapport au dollar EU, il a gagné 0,26%.

Vis-à-vis de toutes les grandes monnaies, le franc suisse s'est encore déprécié. Son fléchissement a été de 0,6% par rapport au dollar EU et de 1,3% à l'égard du deutsche mark. En fin de mois, son indice pondéré en fonction des exportations était inférieur de 0,9% au niveau de mars. Sur le marché monétaire interne, le taux d'intérêt s'est de nouveau accru d'environ un point, pour s'établir entre 6 3/4 et 7%. Le 13 avril, le taux d'escompte officiel a été relevé d'un demi-point et porté à 4 1/2% et le taux lombard d'un point, à 7%.

Les raisons de la faiblesse continue du franc sont difficiles à déterminer avec certitude. Trois facteurs peuvent être pris en considération:

- l'excédent de la balance des paiements courants a diminué d'environ 30% entre 1986 et 1988, et cette tendance se poursuit;
- d'autres monnaies - en particulier celles du Système monétaire européen - ont fait, ces dernières années, des progrès notables sur le plan de la stabilité. Pour de nombreux investisseurs, le franc suisse ne constitue plus la monnaie de placement par excellence, mais simplement une possibilité intéressante parmi d'autres. Il doit à présent faire face à la concurrence des monnaies tout aussi fortes;
- la baisse sensible des taux d'intérêt au premier trimestre de 1988 a probablement donné lieu çà et là à des doutes quant à la détermination des autorités à l'égard de la stabilité. Ces doutes ne sont pas fondés. La politique monétaire suivie ces derniers mois montre sans ambiguïté que l'objectif de la stabilité des prix continue à bénéficier de la priorité absolue.

Le schilling autrichien s'est apprécié de 0,7% en avril par rapport au dollar EU. Par rapport au deutsche mark, il ne s'est que légèrement affaibli (-0,04%). A compter du 21 avril, le taux d'escompte et le taux lombard ont été relevés de 4,5 à 5% et de 6 à 6,5% respectivement. Le taux des opérations à court terme sur l'open market a été augmenté, à partir du 24 avril, de 5 3/4% à 6 1/4%.

La couronne norvégienne s'est raffermie, son indice s'établissant autour de 111,50 au cours des trois premières semaines d'avril, puis a fléchi quelque peu par la suite et a clôturé le mois en hausse de 0,3% en termes effectifs. Malgré la réduction de l'écart de taux d'intérêt vis-à-vis des monnaies du panier, la couronne s'est appréciée en raison de la hausse

des prix pétroliers et de la publication de statistiques économiques favorables.

La couronne suédoise a continué de s'apprécier en avril sous l'effet de divers facteurs: rumeurs persistantes de réévaluation, anticipations d'un relèvement des taux d'intérêt et écart de taux d'intérêt favorable. Il en est résulté des entrées de fonds relativement importantes. A compter du 28 avril, la Sveriges Riksbank a relevé d'un point son taux d'escompte, porté ainsi à 9,5%, afin de l'ajuster aux taux déjà supérieurs en vigueur sur le marché.

Le mark finlandais a continué de se raffermir vers le sommet de sa bande de fluctuation. Les taux d'intérêt à court terme ont fléchi d'environ un demi-point.

Le yen japonais est demeuré relativement stable au cours de la période vis-à-vis du dollar EU. Il a été essentiellement soutenu par la crainte d'interventions concertées des banques centrales, tandis que la demande de monnaie japonaise a été limitée en raison de l'augmentation des prix du pétrole et des écarts de taux d'intérêt entre le Japon et les Etats-Unis. Pour soutenir sa monnaie, la Banque de Japon est intervenue sur le marché au tout début du mois. Le yen s'est légèrement déprécié vis-à-vis de l'Ecu.

Le dollar canadien s'est légèrement raffermi en avril dans un marché prudent, dans l'attente du discours de présentation du budget fédéral, le 27 avril. La fuite d'informations sur le budget puis sa publication anticipée, le 26 avril, ont engendré une période de faiblesse marquée, de courte durée cependant, de la monnaie, les opérateurs du marché ayant réagi de manière négative à l'annonce d'un déficit fédéral plus important que prévu pour l'exercice 1989 ainsi qu'aux incertitudes politiques liées aux circonstances de l'incident. Dans les tout derniers jours du mois, le dollar canadien s'est toutefois redressé, compensant largement la faiblesse du 26 avril, sous l'effet d'une forte demande à des fins commerciales et de placement. Il a clôturé le mois à \$EU 0,8450, soit légèrement en hausse par rapport à la fin de mars.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Les achats nets de dollars EU se sont élevés à \$EU 0,5 milliard, au lieu de \$EU 4,4 milliards de ventes nettes en mars. Une partie des ventes de dollars ont été faites dans le cadre d'interventions concertées. Les principaux vendeurs nets de dollars ont été notamment la Bank of England, la Federal Reserve Bank of New York, la Banque de Grèce et la Central Bank

of Ireland. La Sveriges Riksbank, le Banco de Portugal, le Banco de España et la Norges Bank ont été les plus gros acheteurs.

b) Interventions en monnaies communautaires et en Ecus privés

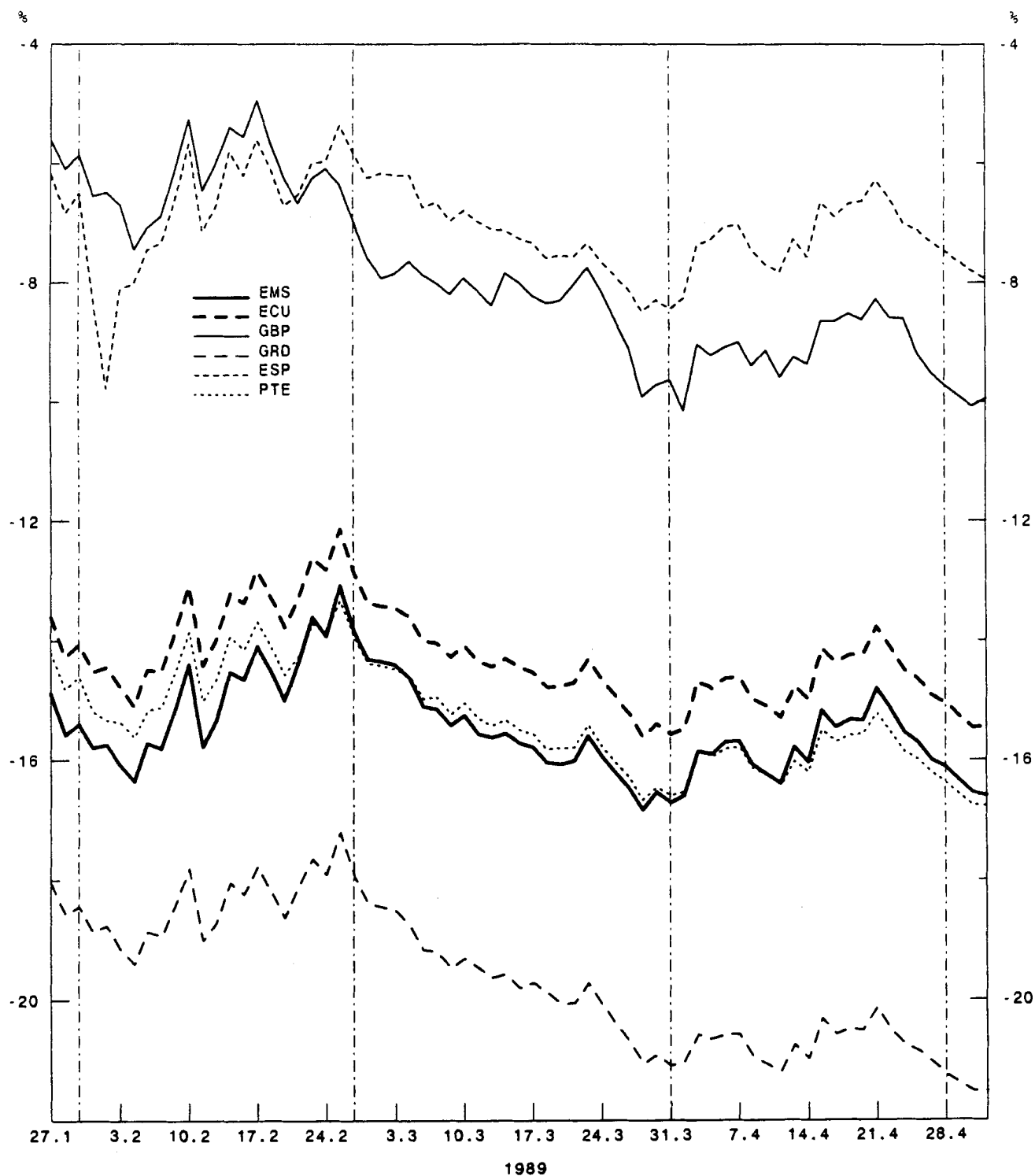
Les interventions effectuées en monnaies du SME par les banques centrales de la Communauté ont atteint l'équivalent de \$EU 2,3 milliards, au lieu de \$EU 2,9 milliards en mars. Ces interventions ont été constituées en quasi-totalité d'achats de deutsche marks par le Banco de España, et la Banca d'Italia, la Banque de France, la Banque Nationale de Belgique et la Central Bank of Ireland.

De même, la Sveriges Riksbank a effectué des achats importants de deutsche marks.

III. EVOLUTION JUSQU'AU 5 MAI

Les tensions à la hausse du dollar se sont poursuivies durant les premiers jours de mai, mais ont été modérées par plusieurs séries d'interventions concertées. La monnaie américaine s'est raffermie, sous l'effet d'une forte demande de dollars émanant des entreprises et des investisseurs et de l'absence marquée de vendeurs de dollars. L'étroitesse des marchés, consécutive aux congés en Europe et au Japon, a parfois accru l'incidence exercée sur les niveaux de taux de change par les importants ordres d'achat de dollars.

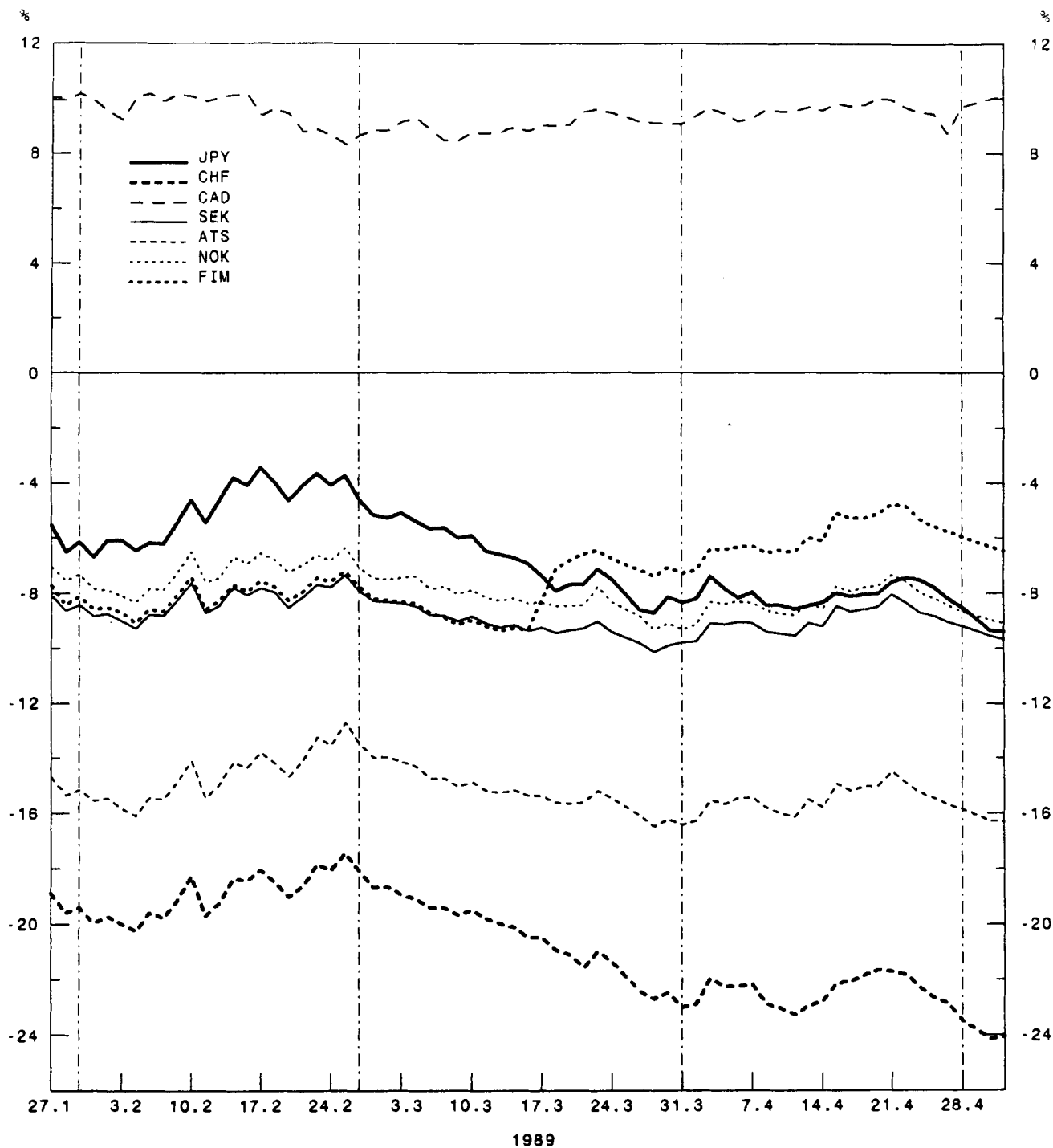
EVOLUTION OF THE ECU, THE MIDDLE RATE OF THE CURRENCIES PARTICIPATING IN THE EXCHANGE RATE MECHANISM OF THE EMS, AND THE CURRENCIES OF THE EEC CENTRAL BANKS WHICH DO NOT PARTICIPATE IN THAT MECHANISM, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



* See next page.

5.5.1989

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



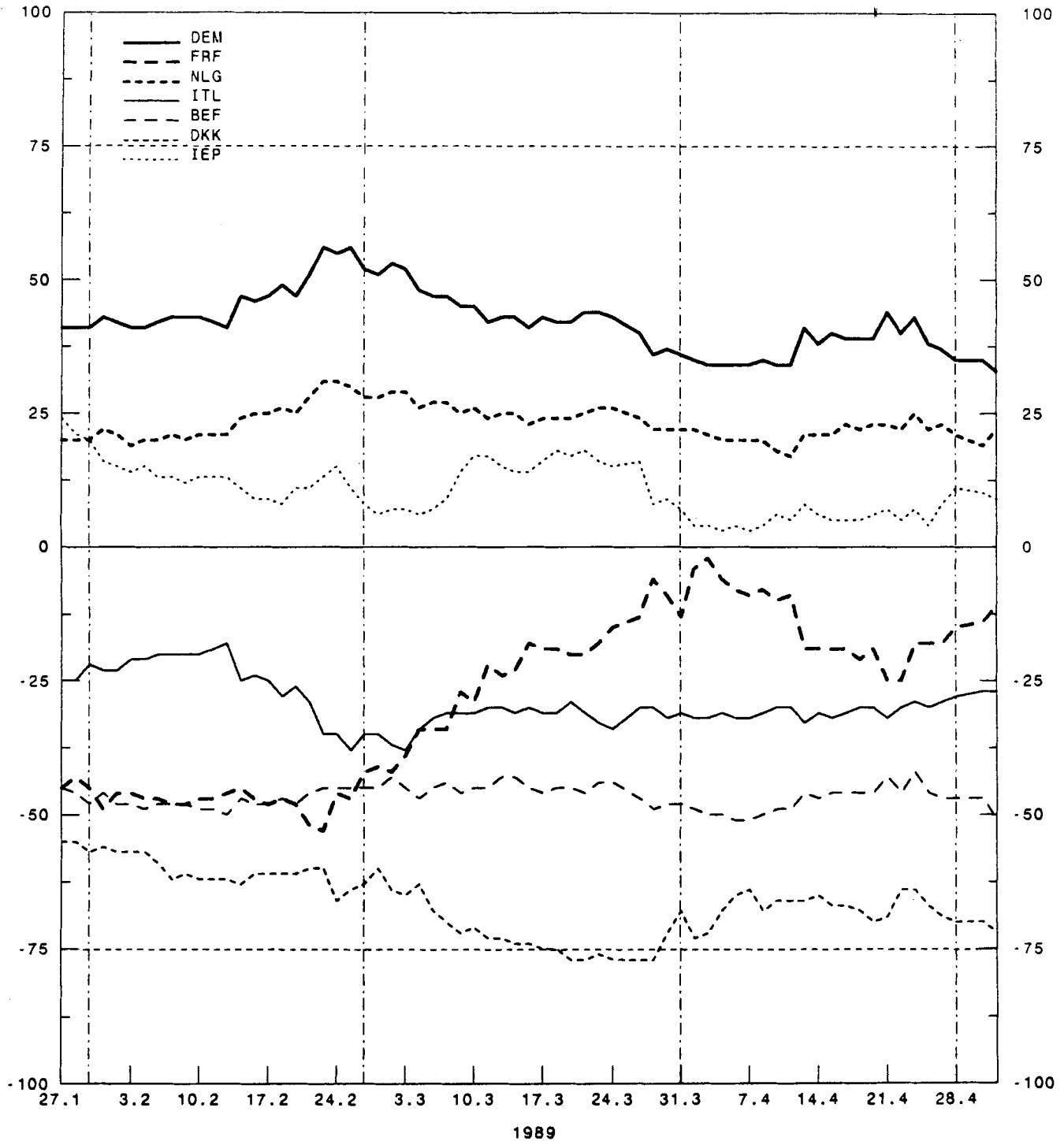
* ECU 0,767254; GBP 0,5346; GRD 126,2002; ESP 107,8498; PTE 130,0242; FIM 3,945; CAD 1,302; CHF 1,2775; JPY 121,4501; SEK 5,795; NOK 6,233; ATS 11,129; middle rate of the currencies participating in the EMS 0,77324. The middle rate of the currencies participating in the EMS represents the daily average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

5.5.1989

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID



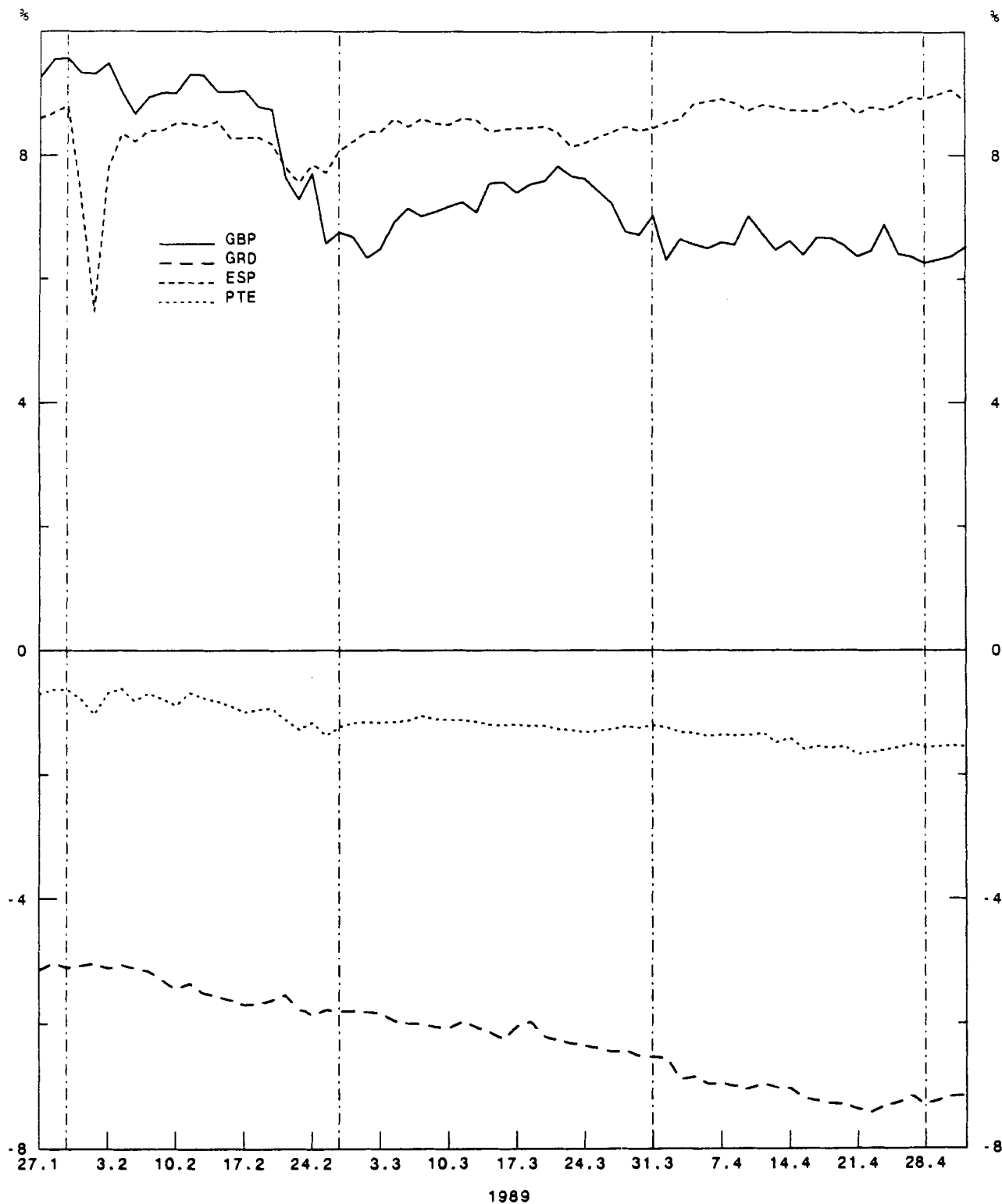
EVOLUTION OF THE DIVERGENCE INDICATOR*



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

5.5.1989

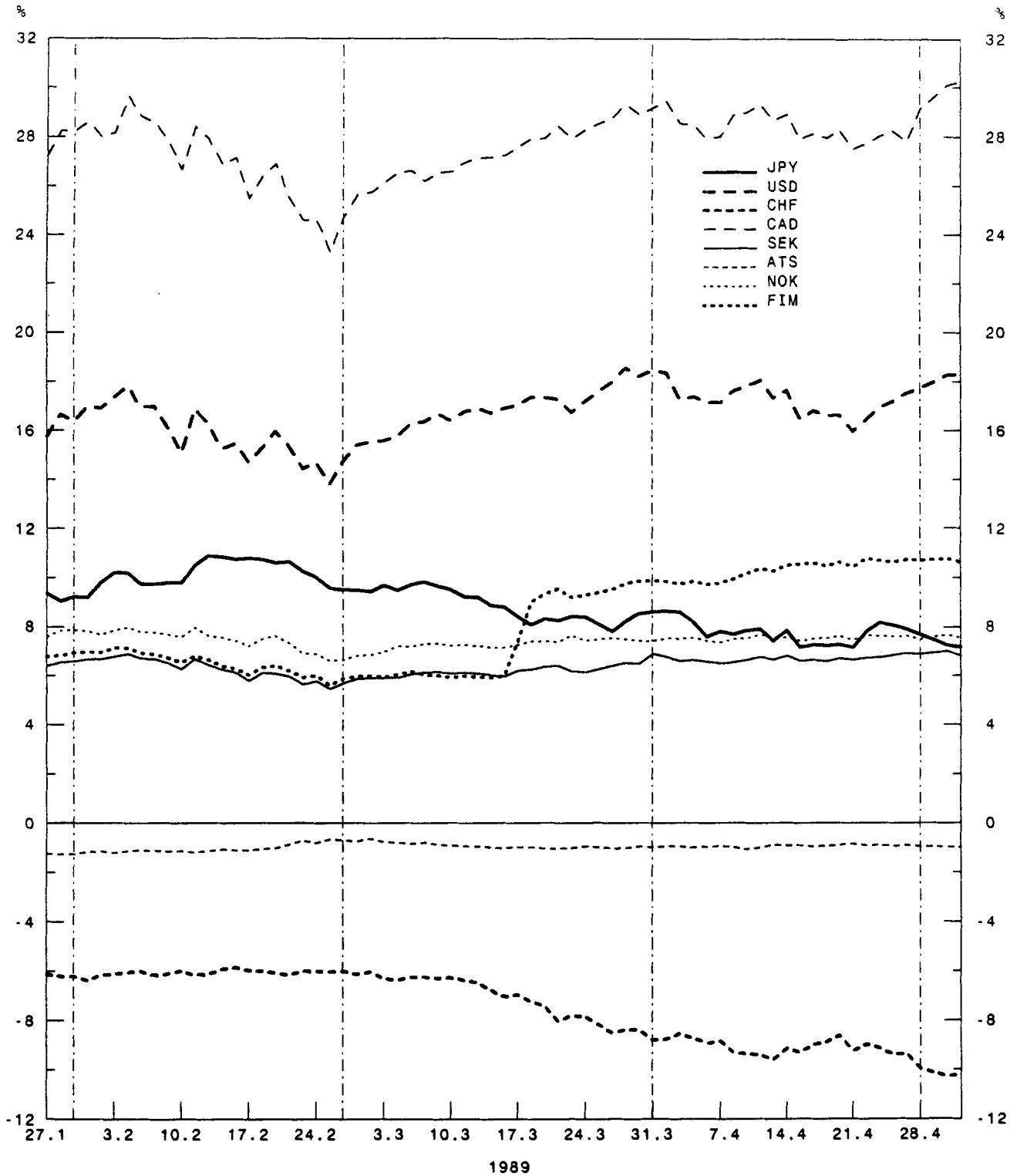
EVOLUTION OF THE POUND STERLING, THE GREEK DRACHMA, THE SPANISH PESETA AND THE PORTUGUESE ESCUDO, ON THE BASIS OF THE MARKET RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*



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

5.5.1989

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



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

EXPOSE DE M. BOCKELMANN
SUR LES TAUX DE CHANGE DANS UNE PERSPECTIVE A LONG TERME

- Le dixième anniversaire du SME semble être une bonne occasion pour réfléchir sur l'évolution à long terme des taux de change; étant donné toutefois que le SME est un accord régional dans un contexte international plus vaste, les propos ont été élargis en vue d'inclure toutes les monnaies de la CEE, ainsi que les deux grandes monnaies hors CEE, le dollar EU et le yen japonais.
- L'approche du problème est expliqué brièvement ci-après. En tant que phénomène de marché, les taux de change revêtent une nature bilatérale. Cependant, en présence d'un grand nombre de monnaies, il est assez difficile de suivre l'évolution de la relation bilatérale, en dépit de l'ampleur de la variation de celle-ci. Nous examinerons les taux de change effectifs des monnaies concernées, calculés sur la base des pondérations commerciales à partir des flux d'exportations et d'importations de vingt-et-un pays industriels, et en tenant compte également de la concurrence du marché tiers, côté exportations. Depuis quelque temps, la BRI utilise sa propre méthode de calcul, qui a d'ailleurs été révisée récemment. La décision d'utiliser notre propre formule s'explique par le fait qu'aucune autre ne s'était nettement détachée. En l'absence d'un vaste consensus, il convient d'utiliser son propre jugement pour décider de la meilleure manière de combiner le plus grand nombre d'avantages avec un minimum d'inconvénients. Notre méthode diffère de celle de l'OCDE et du FMI en ce qui concerne surtout la définition des "biens" (qui est plus vaste et ne se réfère pas simplement aux biens manufacturés), et le traitement appliqué aux échanges avec les pays pour lesquels les taux effectifs ne sont pas calculés (par exemple, PVD, OPEP et pays de l'Europe de l'Est).
- Les taux de change sont, bien sûr, fortement influencés par les écarts d'inflation. Si ces derniers sont importants et durables, ils seront

déterminants pour l'évolution des taux de change sur une plus longue période. Comme l'objet de cette étude ne concerne pas les résultats obtenus par les différents pays, en matière d'inflation, nous nous attacherons aux taux de change effectifs réels. Statistiquement, cela entraîne une complication supplémentaire car cela nous oblige à utiliser également les pondérations commerciales des taux de change effectifs pour construire les indices des prix à l'extérieur en vue d'obtenir un écart d'inflation effectif.

- Une question qui se pose à cet égard, et à laquelle il n'y a pas de réponse claire et nette, concerne le choix de l'indice des prix. Les deux mesures les plus couramment utilisées sont l'indice des prix à la consommation et l'indice des coûts unitaires de main-d'oeuvre, avec une légère préférence, semble-t-il, pour ce dernier, même s'il soulève des problèmes statistiques nettement plus importants que le premier. Ce choix dépend, à l'évidence, de l'objectif que l'on se propose d'atteindre en effectuant ce calcul. Si les variations du taux de change réel doivent indiquer les variations de la compétitivité, c'est l'indice des coûts unitaires de main-d'oeuvre dans l'industrie de transformation qui est incontestablement le meilleur; les gains de productivité - qui se reflètent, parallèlement aux salaires, dans les coûts unitaires de main-d'oeuvre - revêtent en effet une importance primordiale pour la compétitivité, bien qu'ils ne comprennent pas, tant s'en faut, tous les éléments de coûts (taux d'intérêt, cours des matières premières, etc.).
- Une autre manière d'examiner les taux de change corrigés de l'inflation consiste à recourir simplement à la parité du pouvoir d'achat comme repère, comme le recommande Rudiger Dornbusch, pour évaluer le niveau d'un taux de change. Sauf dans des circonstances assez spéciales, le meilleur indicateur de l'évolution du pouvoir d'achat est l'indice des prix à la consommation. La correction des taux de change effectifs par des indices des prix relatifs à la consommation est le meilleur moyen d'éliminer les écarts d'inflation, de façon à pouvoir se concentrer sur les autres éléments qui contribuent aux variations des taux de change réels sur une plus longue période. Ces autres éléments sont regroupés dans les études, peu nombreuses au demeurant qui leur sont consacrées, sous la rubrique "facteurs expliquant les déviations de la parité des pouvoirs d'achat". Cette façon de procéder n'est pas retenue, parce qu'elle part implicitement du principe que les parités de pouvoir d'achat se maintiennent sur une longue période, ou, en termes normatifs, que les

taux de change effectifs réels sont censés être stables. L'observation factuelle est plutôt l'exception que la règle. La liste des raisons en faveur de la non-stabilité des taux de change effectifs est longue et il y a, à l'évidence, à la fois de bonnes raisons, de moins bonnes et d'autres franchement mauvaises. Comme il est toujours difficile d'obtenir un consensus sur ce qui est "bon" ou "mauvais" quel que soit le domaine considéré, il peut se révéler plus utile de distinguer entre les raisons concernant la sphère réelle et celles afférentes au domaine monétaire.

- On se limitera à indiquer, pour le moment, quelques raisons de modification permanente des taux de change réels effectifs dans la sphère réelle de l'économie. La plus frappante concerne certainement les gains de productivité, qui sont souvent liés à une accélération de la croissance en général et à une économie nettement axée sur les exportations. La deuxième raison, dans l'ordre d'importance, concerne les variations des termes de l'échange, en particulier pour les exportateurs de matières premières. Pour les autres pays, il peut se révéler difficile, du point de vue de l'analyse, de distinguer entre causes et effets, puisque les variations des taux de change effectifs réels ont elles-mêmes une incidence sur les termes de l'échange. Peut-être comprend-on mieux à présent pourquoi des corrections sont apportées sur la base de l'indice des prix à la consommation plutôt que par les coûts unitaires de main-d'oeuvre. Cette dernière méthode comporte plus qu'une simple correction de l'inflation; elle contient également, dans une certaine mesure, un élément d'ajustement de la productivité, mais cela se fait de manière un peu spéciale. D'un point de vue pratique, elle peut certes fournir, sur une courte période, une approximation acceptable pour évaluer les modifications de la compétitivité, mais l'interprétation devient difficile.
- Personne ne prétendra cependant que les modifications des taux de change réels que nous observons soient essentiellement, voire uniquement, dues à l'évolution dans la sphère réelle de l'économie. A court terme en particulier, les forces dynamiques du marché des changes, telles que le phénomène de surréaction et les influences des politiques monétaires et budgétaires constituent, à n'en pas douter, les facteurs dominants. Un pays qui décide unilatéralement de resserrer les conditions monétaires doit s'attendre à une appréciation réelle, et vice-versa. L'effet des modifications de la politique budgétaire prête davantage à controverse, l'expérience des Etats-Unis étant différente de celle des autres pays. Les facteurs qui influencent les choix de portefeuille à l'échelle

internationale affectent également les variations des taux de change réels. Fürstenberg a prétendu, en 1985, que les détenteurs de portefeuilles ont une préférence pour les monnaies à faible inflation, ce qui entraîne, à son avis, une appréciation de ces monnaies. Cependant, cette affirmation n'a toutefois été valable que lorsque les taux d'intérêt réels étaient faibles ou négatifs dans des pays à forte inflation. Il n'en a sûrement plus été ainsi ces derniers temps. En outre, les anticipations de taux de change nominaux stables semblent avoir eu tendance à provoquer une dépréciation réelle des monnaies à faible inflation.

- Sur le Tableau 1 des statistiques remises, l'année 1979 a été retenue comme année de base (= 100); les données sont des moyennes annuelles. Le choix de 1979 comme année de base ne se justifie pas seulement parce que c'est la date de naissance du SME, mais également parce que cette année-là les déséquilibres des balances des paiements courants étaient, dans l'ensemble, relativement modérés. Il ne peut pas y avoir d'année de base parfaite, mais l'année 1979 semble être moins imparfaite que les autres.
- De 1979 à 1988, les taux de change effectifs réels ne sont demeurés stables qu'au Portugal, ce qui démontre peut-être simplement que l'escudo est géré, sans doute sur une base pondérée, d'une manière qui ne s'écarte pas de la méthode utilisée pour notre calcul. Quatre monnaies sur treize se sont appréciées, en termes réels, durant la même période; il s'agit, dans l'ordre décroissant, des monnaies du Japon (+36%), de l'Italie (+18%), de l'Irlande (+13%) et du Royaume-Uni (+4%). Les huit monnaies restantes se sont donc dépréciées, à savoir, la Belgique (-15%), l'Allemagne (-13%), la Grèce (-11%), les Pays-Bas (-9%), la France (-8%), l'Espagne (-7%), les Etats-Unis et le Danemark (-4%). Le fait que les taux d'appréciation sont plus élevés explique en partie l'asymétrie entre les monnaies en hausse (quatre) et le nombre des monnaies en baisse (huit). (Une autre raison est le fait, mentionné précédemment, que ces taux de change effectifs sont calculés sur la base de vingt-et-un pays, contre treize seulement indiqués ici; il manque, dans ce tableau, entre autres le Canada, l'Australie et la Suisse.)
- Le Tableau 2 indique, à titre de comparaison, les mêmes résultats pour les coûts unitaires de main-d'oeuvre. Ils sont sensiblement différents pour un certain nombre de monnaies, telles que la livre irlandaise (qui tombe de la troisième à la douzième place) et l'escudo portugais (de la cinquième à la onzième). Des mouvements prononcés dans l'autre sens peuvent être observés pour l'Allemagne et la Grèce. Pour le reste, le

"classement" est semblable, avec le Japon à la première place et le Royaume-Uni et l'Italie dans le groupe de tête, tandis que la Belgique ferme la marche; les chiffres effectifs sont cependant nettement différents.

- Il n'est pas facile - comme indiqué précédemment - d'interpréter ces différences. Il peut se révéler nécessaire d'examiner l'évolution des bénéfices dans l'industrie de transformation sur une base pays par pays. Le fait que l'appréciation du yen soit plus faible en termes d'indice des prix à la consommation qu'en termes de coûts unitaires de main-d'oeuvre peut donner à penser que les marges bénéficiaires ont été réduites dans l'industrie manufacturière du Japon. Le fait que le deutsche mark ait été stable sur la base des coûts unitaires de main-d'oeuvre et se soit déprécié en termes d'indice des prix pourrait fort bien être dû au rétablissement des marges bénéficiaires. Mais cela n'explique certainement pas tout, puisque l'indice des prix à la consommation n'inclut pas les prix à l'exportation et peut même baisser sous l'effet des prix à l'importation. Les performances en matière de prix du secteur d'exportation et dans le reste de l'économie peuvent varier dans de fortes proportions.
- Le Tableau 3 fait remonter la série historique des taux de change effectifs réels corrigés de l'indice des prix à la consommation des treize monnaies jusqu'en 1960, c'est-à-dire à une époque où le système de Bretton Woods était solidement implanté. Il n'est pas surprenant que les modifications des taux de change effectifs réels se soient révélées plus importantes entre 1960 et 1973, en raison de la rigidité des taux de change nominaux dans le système de parités fixes. Si, sur l'ensemble de la période, cette observation n'est pas généralement valable, elle s'applique néanmoins à un nombre assez élevé de pays, en particulier le Royaume-Uni, les Pays-Bas, le Danemark et la Grèce, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne et le Portugal se situant à la limite. Dans six pays, les Etats-Unis, le Japon, la France, l'Espagne, le Danemark et la Grèce, le sens de la variation a été le même avant et après 1973; en d'autres termes, si ces monnaies se sont dépréciées ou appréciées en termes réels, de 1960 à 1973, elles ont continué de le faire de 1973 à 1988. On saurait à l'évidence difficilement attribuer cette tendance à long terme à autre chose qu'aux caractéristiques fondamentales des économies concernées. Ni les mouvements spéculatifs de capitaux ni les politiques budgétaires ou monétaires n'entrent en ligne de compte comme facteurs explicatifs. La situation serait certainement différente si on examinait les modifications année par année, mais cela n'est pas possible ici.

- Le Tableau 4 montre en revanche la variabilité des modifications des taux de change effectifs réels sur la base de l'indice des prix à la consommation pour les périodes 1960-73 et 1973-88. Pour toutes les monnaies, sans exception, la variabilité a été sensiblement plus importante au cours de la deuxième période (flottement); dans certains cas, l'augmentation est spectaculaire. Les progressions les plus faibles de la variance des modifications concerne les monnaies d'Irlande et d'Allemagne, dont les multiplicateurs sont de 1,1 et 1,2. C'est le yen qui enregistre les chiffres les plus élevés, avec une variabilité trois fois plus importante que dans le système de Bretton Woods. Pour le dollar EU, elle est de 2,2, tandis que pour les monnaies de la plupart des pays de la CEE elle est plus réduite.
- Plus encore que le contraste entre les deux périodes, c'est le niveau effectif de variabilité au cours de la dernière période qui mérite d'être relevé. Ici se trouve confirmé un fait bien connu: les taux de change effectifs réels ont moins fluctué dans le cas des monnaies de la CEE que du yen et du dollar EU. En ce qui concerne les monnaies des pays de la CEE qui ne participent pas au SME - Royaume-Uni, Espagne, Grèce et Portugal - les chiffres indiquent que la variabilité est proche de celle du dollar EU, tout en se situant nettement en dessous de celle du yen.
- Il faut souligner que dans l'examen de la variabilité des modifications d'une année à l'autre (sur la base de moyennes annuelles), il n'a pas été tenu compte de l'instabilité à court terme, d'un jour à l'autre, d'une semaine à l'autre ou d'un mois à l'autre. La leçon du système de taux de change flottants n'est pas inconnue: si une forte volatilité peut être tolérée, des distorsions prononcées risquent d'entraîner des perturbations, en raison des signaux erronés qu'ils transmettent aux investisseurs en biens d'équipement. Compte tenu de l'augmentation des variations d'une année à l'autre, force est d'admettre que les distorsions de grande ampleur sont devenues plus fréquentes. Il est fort possible que les taux de change effectifs réels non soumis à des distorsions soient appelés à se modifier sur une plus longue période, mais certainement pas dans les mêmes proportions observées ici. Mais il ne s'agit là que d'une observation approximative. Pour découvrir si tel ou tel taux de change effectif s'est "écarté", à un moment donné, il convient de procéder à une analyse plus fouillée que celle qui examine les seuls taux de change.