

PROCES-VERBAL*
DE LA 236e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE LUNDI 12 JUIN 1989 A 9 HEURES 30

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de Grèce et Président du Comité, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Karamouzis; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Rey et Michielsen; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Schlesinger et Rieke; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Linde et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Santini; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par M. Muller; 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 Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Christophersen, accompagné par MM. Costa, Kolte et Boyd; 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 Giles sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue à M. Christophersen, Vice-Président de la Commission chargé des affaires économiques et financières qui participe aux travaux du Comité pour la première fois; il rappelle que M. Delors a indiqué en mai que la Commission serait représentée à l'avenir soit par son Président, soit par le Vice-Président

* Texte définitif, identique à celui du projet, approuvé lors de la séance du 11 juillet 1989.

Christophersen, avec lequel le Comité aura sans aucun doute les mêmes relations étroites et constructives.

Le Président ajoute que par tradition la séance de juin est limitée à quelques points, essentiellement l'exercice "surveillance", mais que cette fois-ci un sujet spécial, à savoir l'avis des Gouverneurs requis pour la révision de l'Ecu, est à discuter. Ce sujet est traité dans le cadre du Conseil d'administration du FECOM (voir procès-verbal de la 160e séance).

I. Approbation du procès-verbal de la 235e séance

En raison de la diffusion tardive du projet, le Président propose que l'approbation du procès-verbal soit reportée à la séance de juillet.

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

- Préparation par le "Groupe Dalgaard";
- Graphiques et tableaux

Le Président indique que les Suppléants n'ont tenu ce matin qu'une courte réunion consacrée entièrement à la mise au point de l'avis du Conseil d'administration du FECOM sur la révision de l'Ecu; l'exercice "surveillance" n'a donc été préparé que par les experts et M. Dalgaard va faire son rapport habituel.

A. Exposé de M. Dalgaard

Le dollar s'est fortement apprécié durant la première moitié de mai; de fin avril jusqu'au 20 mai il a progressé de près de 10% malgré, d'une part, une réduction continue des différentiels de taux d'intérêt (par exemple vis-à-vis du deutsche mark, le différentiel pour les taux à 3 mois est passé de 4% fin mars à 2,5% récemment, ce qui est l'écart le plus faible depuis longtemps) d'autre part, des interventions importantes en particulier par la "Fédérale". Toutefois, durant les deux ou trois dernières semaines, le dollar a fluctué en deçà du maximum atteint précédemment. Plusieurs raisons expliquent ce léger repli:

- le rétrécissement des différentiels de taux d'intérêt a fini par avoir un effet;

- les marchés ont anticipé une nouvelle baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, en particulier dès qu'il est apparu clairement que la "Fédérale" avait desserré quelque peu sa politique monétaire;
- les interventions ont été poursuivies sur une grande échelle.

L'effet de ces interventions fait l'objet d'opinions différentes. Les experts de la Deutsche Bundesbank estiment que, dans les circonstances actuelles, les interventions, telles qu'elles ont été opérées, n'ont pas d'incidence sur les taux de change. Au contraire, elles ont été interprétées par le marché comme des occasions d'acheter du dollar sans faire pression sur son cours. En général, les experts des autres banques centrales reconnaissent que les interventions auraient dû et auraient pu être faites de façon plus efficace mais ils considèrent cependant qu'elles ont exercé un certain effet. En particulier, les ventes considérables effectuées par la "Fédérale" ont convaincu les marchés que les autorités américaines ne souhaitaient pas voir un dollar plus fort alors que, il y a quelques semaines, le sentiment général était que ces autorités ne se préoccupaient pas du niveau du dollar. On a fait valoir aussi que les banques centrales maintenant interviennent depuis si longtemps sur le marché qu'un arrêt complet pourrait être interprété comme un désintérêt de leur part à l'égard des taux de change et aurait une influence indésirable sur les marchés.

Les interventions à la vente en mai ont enregistré un record avec plus de \$EU 19 milliards. Des interventions légèrement supérieures ont eu lieu début 1987, mais à l'achat. La répartition des interventions est assez inhabituelle en ce sens que la "Fédérale" a pris une part considérable avec un chiffre record de \$EU 6,7 milliards; la Banque du Japon a vendu \$EU 5,5 milliards, également un chiffre record pour elle, et la Bundesbank, malgré ses doutes sur l'efficacité, a vendu près de \$EU 1 milliard, soit davantage que la plupart des autres banques centrales de la CEE. Il est difficile de dire si la tendance fondamentale du dollar a changé; le sentiment du marché semble être un peu différent mais les troubles internationaux, comme ceux de Chine, n'ont pas eu d'effets très notables.

Le yen a continué de s'affaiblir non seulement à l'égard du dollar mais aussi vis-à-vis des monnaies européennes. En février dernier, le taux yen/deutsche mark était de l'ordre de 68,5; il est, début juin, d'environ 73 ce qui représente une baisse importante de plus de 6%. Cette évolution reflète les scandales politiques au Japon qui ne sont pas encore entièrement résorbés et les événements en Chine qui ont influencé le yen plus que d'autres monnaies.

A l'intérieur du SME, la situation est demeurée calme. Le deutsche mark a continué sa tendance faible jusqu'à fin mai en dépit d'une augmentation des différentiels de taux d'intérêt et d'achats importants par des banques centrales. Le deutsche mark reste néanmoins la monnaie la plus forte dans le mécanisme de change et continue à avoir les taux d'intérêt les plus bas dans la Communauté; fin mai, des signes d'un certain changement en faveur du deutsche mark semblaient apparaître. Le franc français s'est légèrement affaibli depuis le début de mai, principalement à la suite d'un amenuisement des écarts de taux d'intérêt. Ceux-ci étaient de 1 3/4% fin mai au lieu de 5% il y a un an. Bien qu'un peu en repli, la position du franc français dans la bande reste autour du milieu, ce qui représente plus de fermeté que la plupart du temps pendant les deux dernières années. La tendance à la fermeté de la lire italienne s'est poursuivie jusque fin mai; un accès de faiblesse s'est produit ensuite mais la lire reste relativement forte. La Banca d'Italia n'a donc pas estimé nécessaire de relever les taux d'intérêt pour protéger le cours de change, d'autant que les taux d'intérêt sont déjà assez élevés pour assurer les ventes nécessaires de titres d'Etat. En Irlande, la situation de la livre s'est stabilisée après le relèvement des taux d'intérêt en avril. Les sorties nettes de capitaux ont cessé. Les résidents continuent d'investir à l'étranger, après les mesures de libération des mouvements de capitaux prises au début de l'année mais, attirés par les taux d'intérêt élevés en Irlande, des afflux en provenance de non-résidents sont enregistrés.

La livre sterling a été faible par suite notamment du taux d'inflation élevé, de grèves et de la mauvaise situation de la balance des paiements. Lorsque l'affaiblissement s'est accentué, le taux d'intérêt de base a été relevé de un point à 14% le 24 mai, et quelques interventions ont été effectuées. La livre a malgré tout continué de se replier et elle se trouvait, début juin, à un niveau inférieur de 5% au maximum atteint en janvier/février. La peseta espagnole a enregistré un changement notable. Début mai, les pressions à la hausse ont continué; le Banco de España s'y est opposé par des interventions importantes qui ont maintenu le cours à un plafond de 62 pesetas pour 1 deutsche mark. Le marché s'est finalement rendu à l'évidence que le cours ne monterait pas davantage et un repli s'est produit. Certaines mesures fiscales ont pu aussi contribuer à ce mouvement. Par la suite, les rumeurs de l'entrée de la peseta dans le mécanisme de change ont affaibli sensiblement le cours car le marché a considéré que l'entrée ne pourrait pas se faire à un cours trop élevé. Début juin, ce cours était d'environ 65 pesetas pour 1 DM. Enfin, le Ministre des Finances espagnol a

déclaré que la peseta adhérerait au mécanisme de change avant la mi-1990 avec la marge élargie de 6%.

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 mai et des premiers jours de juin 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. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité aura lieu à Bâle, le mardi 11 juillet 1989 à 9 heures 30.

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

MAI 1989

Le présent rapport retrace l'évolution du marché des changes durant le mois de mai et les premiers jours de juin 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 mai 1989, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par les développements suivants:

- une appréciation du dollar EU, malgré d'amples interventions;
- un fléchissement de la livre sterling;
- un nouvel affaiblissement du franc suisse, suivi par un renforcement à la fin du mois.

Le dollar EU a vivement progressé en mai, des informations faisant état d'une demande persistante de dollars de la part des entreprises et des investisseurs désireux de renforcer leurs engagements en cette devise, par le biais de placements ou d'opérations de couverture. L'annonce de la réduction du déficit commercial des Etats-Unis en mars et les incertitudes politiques à l'étranger ont soutenu les cours de change du dollar. 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.

monnaie américaine a atteint son plus haut niveau pour la période par rapport au deutsche mark (2,0260) et vis-à-vis du yen japonais (144,00). Au cours des dix derniers jours du mois, le dollar a fluctué en deçà de ces niveaux. Les autorités monétaires américaines et étrangères sont intervenues massivement pour freiner sa hausse. A la fin du mois, le dollar avait gagné environ 7,5% par rapport au yen japonais et 5,75% à l'égard du deutsche mark.

Il n'y a pas eu de tensions au sein du SME. Le mouvement principal a été l'appréciation de la lire italienne, qui a atteint la partie supérieure de la bande étroite..

Le deutsche mark s'est raffermi vis-à-vis de quelques monnaies, mais a perdu du terrain par rapport à la majorité d'entre elles, en particulier le dollar EU et le franc suisse. Il est resté néanmoins la monnaie la plus forte du SME. L'indice pondéré du deutsche mark envers les dix-huit principaux partenaires commerciaux (1972 = 100) a fléchi de 174,4, fin avril, à 173,1, fin mai, malgré une hausse des taux d'intérêt du marché.

Le franc français est resté au milieu de la bande étroite tout en faiblissant légèrement au cours du mois, après une nouvelle contraction de l'écart de taux d'intérêt entre la France et l'Allemagne.

La position du franc belge n'a guère varié. Afin d'enrayer une contraction excessive de l'écart d'intérêt entre le franc et le deutsche mark, la Banque Nationale de Belgique a relevé à deux reprises le taux de ses certificats de trésorerie à 3 mois (0,35% au total).

Le florin néerlandais s'est légèrement raffermi par rapport à la plupart des monnaies du SME et a rejoint le deutsche mark au sommet de la bande de fluctuation. Les taux d'intérêt à court terme du florin ont progressé moins fortement que ceux du deutsche mark. En conséquence, l'écart de taux entre ces deux monnaies s'est considérablement resserré.

La couronne danoise a été stable mais est restée la monnaie la plus faible du SME.

En Irlande, à la suite du relèvement des taux d'intérêt officiels fin avril, les flux de devises ont été légèrement plus favorables en mai que les mois précédents. Aussi la livre irlandaise s'est-elle appréciée dans la moitié supérieure de la bande du SME, et la Central Bank of Ireland a effectué de faibles achats nets de devises.

La lire italienne s'est renforcée sensiblement par rapport aux monnaies du SME et a atteint la partie supérieure de la bande étroite. D'importantes entrées de capitaux se sont produites au cours du mois. La Banca d'Italia a effectué des interventions à l'achat assez importantes pendant la première semaine de mai afin d'atténuer l'appréciation de sa

monnaie. Des achats de deutsche marks contre dollars EU ont également été effectués dans le cadre d'interventions concertées.

Un sentiment nettement baissier s'est manifesté, à l'égard de la livre sterling en présence d'une agitation sociale croissante au Royaume-Uni. Un bond inattendu de l'inflation, à 8%, et la poursuite de l'affaiblissement de la balance des paiements ont provoqué d'amples sorties de capitaux. Cette situation a persisté malgré le relèvement des taux de base de 1 point, à 14% le 24 mai, et des interventions de soutien importantes. Le marché a perçu certaines divergences au sein du gouvernement en matière de politique économique, et l'indice de la livre pondéré en fonction des échanges commerciaux s'est replié de 3%, pour se situer à 92,3 (1985 = 100).

La drachme grecque a été soumise à des pressions au cours du mois, liées en partie aux prochaines élections nationales. La Banque de Grèce est intervenue à plusieurs reprises, tandis que les taux d'intérêt internes se sont raffermis. La drachme s'est dépréciée de 5,8% par rapport au dollar EU tout en demeurant stable vis-à-vis de l'Ecu. En termes effectifs, elle s'est affaiblie de 0,5%.

Au début du mois, la peseta espagnole a subi des tensions à la hausse considérables auxquelles le Banco de España a fait face par des achats importants de devises. Par la suite, l'opinion à l'égard de la peseta s'est modifiée, et le Banco de España a inversé ses interventions en vendant des devises. Cela n'a pas empêché la peseta de perdre 2,5% par rapport à l'Ecu et 8,6% vis-à-vis du dollar EU à la fin du mois.

La dépréciation de l'escudo portugais a été de 0,25%, en termes effectifs, conformément à la politique de change définie par les autorités. L'escudo a perdu 5,7% par rapport au dollar EU.

Jusqu'au 24 mai, le franc suisse s'est affaibli de 7% environ vis-à-vis du dollar EU et de quelque 1% à l'égard des monnaies du SME. Au cours des dernières séances de mai, une hausse marquée des taux d'intérêt sur le marché monétaire interne a entraîné une modification de la tendance et le franc suisse s'est apprécié de 3 à 4% par rapport à l'ensemble des principales monnaies. Sur le marché monétaire interne, le taux de l'argent au jour le jour a augmenté de 2 points, pour s'établir à 8,5%. Le taux de l'eurofranc sur des placements de 1 à 12 mois s'est accru de 1 à 1,75 point pour atteindre 7,75 à 8,25%. Les taux à court terme ayant progressé davantage que les taux à long terme, la structure des taux d'intérêt s'est inversée. Le renchérissement du loyer de l'argent résulte également de l'instauration, le 26 mai, du taux lombard flottant qui, calculé quotidiennement, est continuellement adapté à l'évolution du marché. Son taux s'inscrit un point

au-dessus du taux moyen de l'argent au jour le jour observé sur le marché les deux jours ouvrables précédents. Il est fixé et publié chaque jour ouvrable avant 9 heures.

Le schilling autrichien s'est affaibli de 5,7% par rapport au dollar EU. Il a fluctué dans une marge de 0,06% seulement vis-à-vis du deutsche mark.

La stabilité continue de la couronne norvégienne, jointe au niveau modéré de la demande de crédit et au recul de l'inflation, ont permis à la Norges Bank de réduire de 0,5 point le taux débiteur au jour le jour pour le ramener à 10,5% à compter du 9 mai. L'écart de taux d'intérêt à l'égard des monnaies du panier sur les placements à trois mois est maintenant légèrement supérieur à un point, le plus faible depuis 1982. Le 9 mai, le marché obligataire norvégien a été réouvert aux investisseurs étrangers. La couronne s'est quelque peu raffermie - mais temporairement - après ces annonces. La Norges Bank est intervenue à plusieurs reprises en vue de stabiliser le marché. La couronne est restée inchangée à la fin du mois en termes effectifs.

La couronne suédoise est restée stable pendant la première partie du mois, mais s'est affaiblie quelque peu vers la fin de la période lorsque le dollar s'est renforcé par rapport à la plupart des monnaies.

Le mark finlandais n'a guère varié en termes effectifs. Les taux d'intérêt à court terme ont enregistré d'amples fluctuations, mais ils sont restés en moyenne à peu près au même niveau qu'en avril.

Le yen japonais s'est déprécié de 7,2% vis-à-vis du dollar EU pour se fixer en clôture à 142,70. Ce recul a été imputable essentiellement aux achats massifs de dollars effectués dans le monde entier par les spéculateurs et les investisseurs institutionnels en raison de l'ampleur de l'écart de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et le Japon. Le yen a également perdu du terrain par rapport à l'Ecu. Pour soutenir le yen, la Banque du Japon est intervenue à plusieurs reprises sur les marchés durant le mois, en vendant des dollars EU contre yens. A compter du 31 mai, elle a relevé le taux d'escompte officiel de 0,75 point, pour le porter à 3,25%, afin d'assurer la poursuite d'une croissance soutenue induite par la demande interne, tout en maintenant la stabilité des prix.

Le dollar canadien a terminé le mois à \$EU 0,8284, soit un repli de 1,8% par rapport à la monnaie américaine dans un marché calme la plupart du temps. La monnaie s'est affaiblie pendant la dernière partie du mois, la vigueur du dollar EU à l'égard des principales monnaies d'outre-mer provoquant des sorties de capitaux à court terme du Canada.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Les ventes nettes de dollars EU se sont élevées à \$EU 19,1 milliards, au lieu de \$EU 0,5 milliard d'achats nets en avril. Une partie des ventes en dollars ont été faites dans le cadre d'interventions concertées. Les principaux vendeurs nets ont été la Federal Reserve, la Banque du Japon et, dans une moindre mesure, la Bank of England, la Banque du Canada, la Deutsche Bundesbank, le Banco de España et la Banque Nationale Suisse. La Banque de France, la Norges Bank, la Banca d'Italia, la Nederlandsche Bank et la Banque Nationale de Belgique ont, elles aussi, procédé à des ventes notables. Le Banco de Portugal a été le plus gros acheteur.

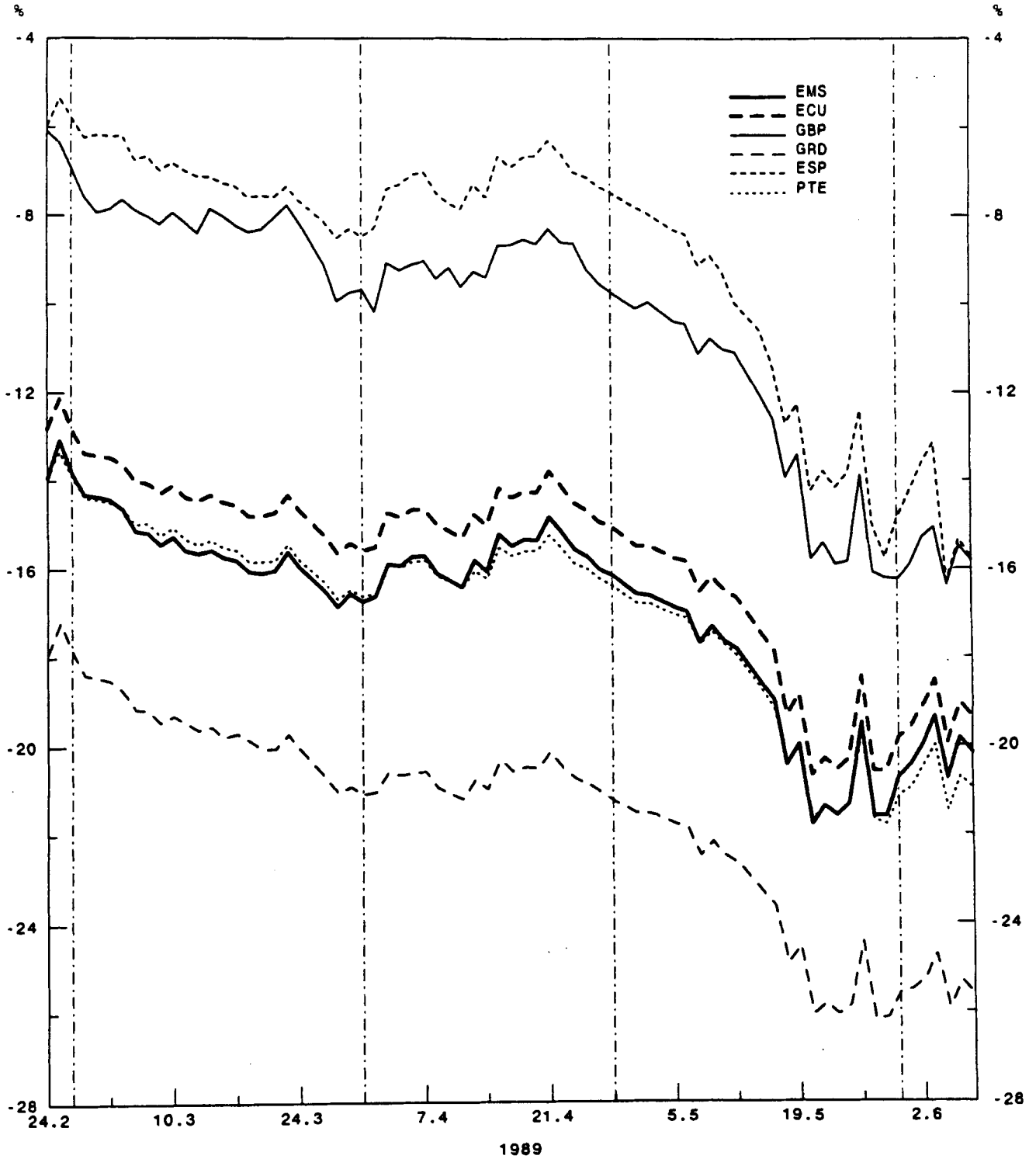
b) Interventions en monnaies communautaires et en Ecus privés

Les interventions effectuées en monnaies du SME et en Ecus privés par les banques centrales de la Communauté ont atteint l'équivalent de \$EU 3,7 milliards, contre \$EU 2,3 milliards en avril. Ces interventions ont été constituées en quasi-totalité d'achats de deutsche marks par le Banco de España, la Banca d'Italia, la Banque de France, la Banque Nationale de Belgique et la Central Bank of Ireland. La Norges Bank a, elle aussi, effectué des achats importants de deutsche marks.

III. EVOLUTION JUSQU'AU 9 JUIN

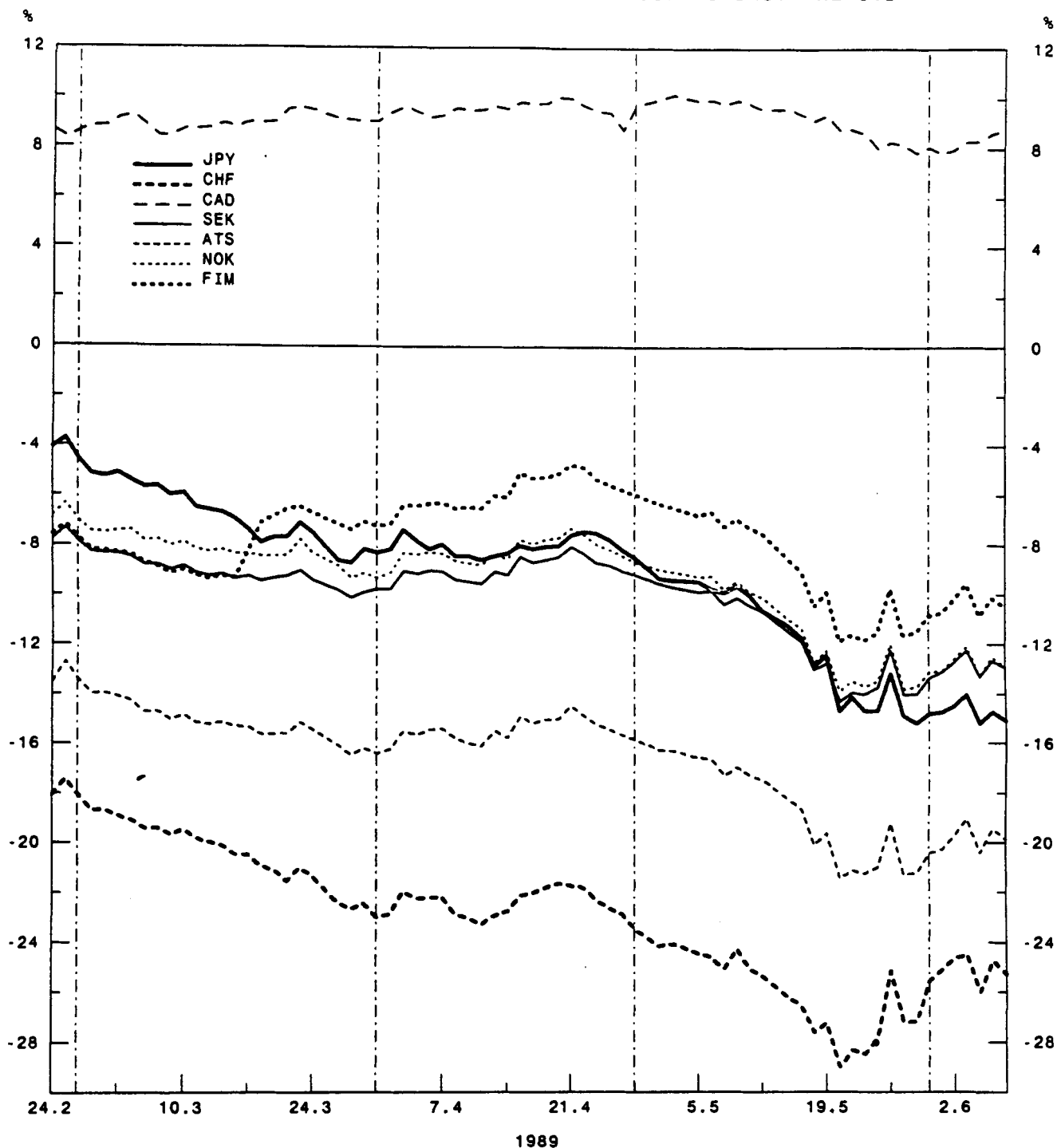
Le dollar a fléchi pendant les premiers jours de juin. Les chiffres plus faibles que prévu de l'emploi aux Etats-Unis, qui dénotent un ralentissement de l'activité économique, ont suscité des anticipations de baisse des taux d'intérêt américains, et les principales banques des Etats-Unis ont réduit leur taux de base de 11,5% à 11% le 5 juin. Toutefois, le marché est resté instable en raison de la situation politique en Chine et, à la fin de la semaine, le dollar EU s'est raffermi à nouveau, suite à la publication de l'indice des prix à la production, plus élevé que prévu.

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.

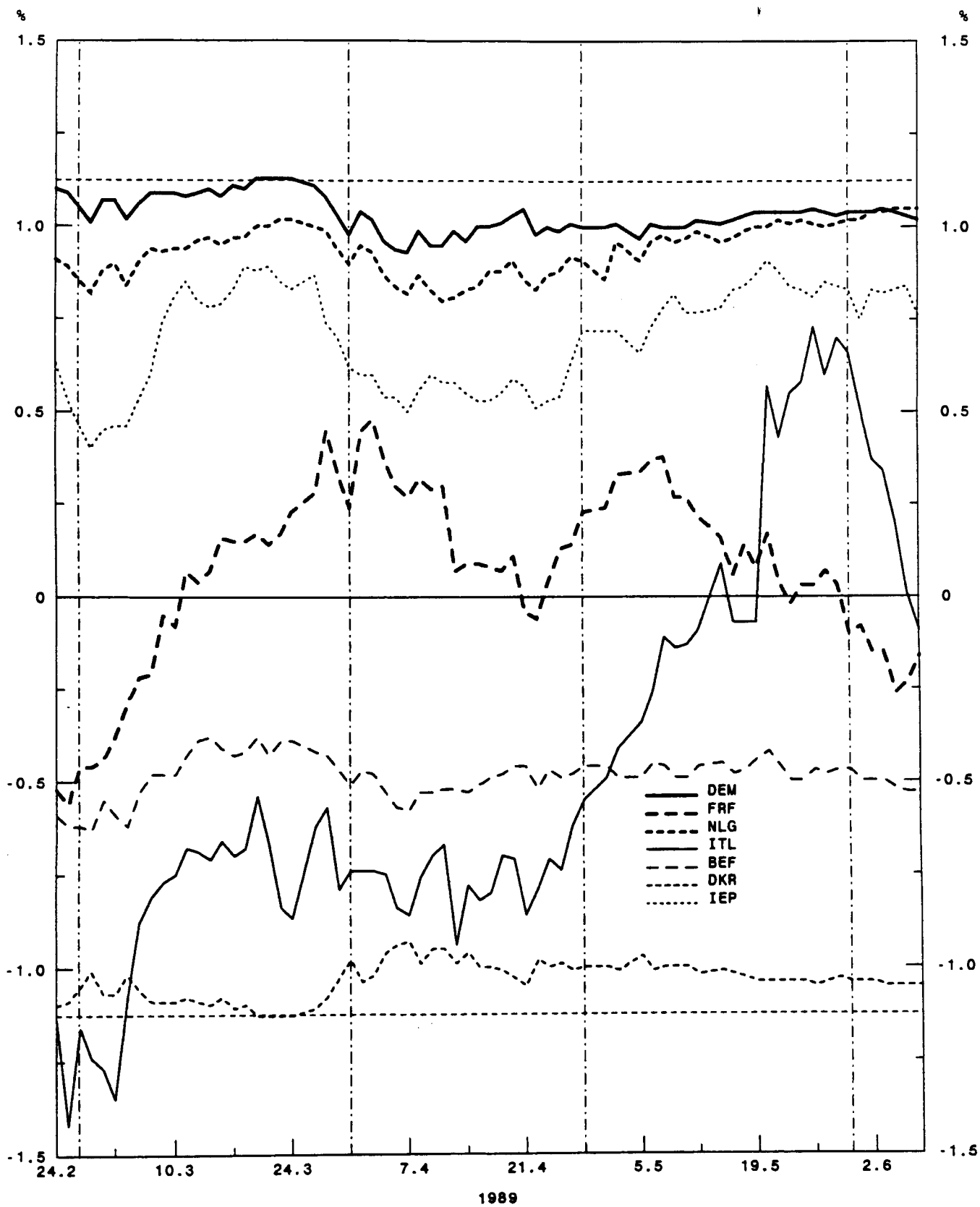
EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



* 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%.

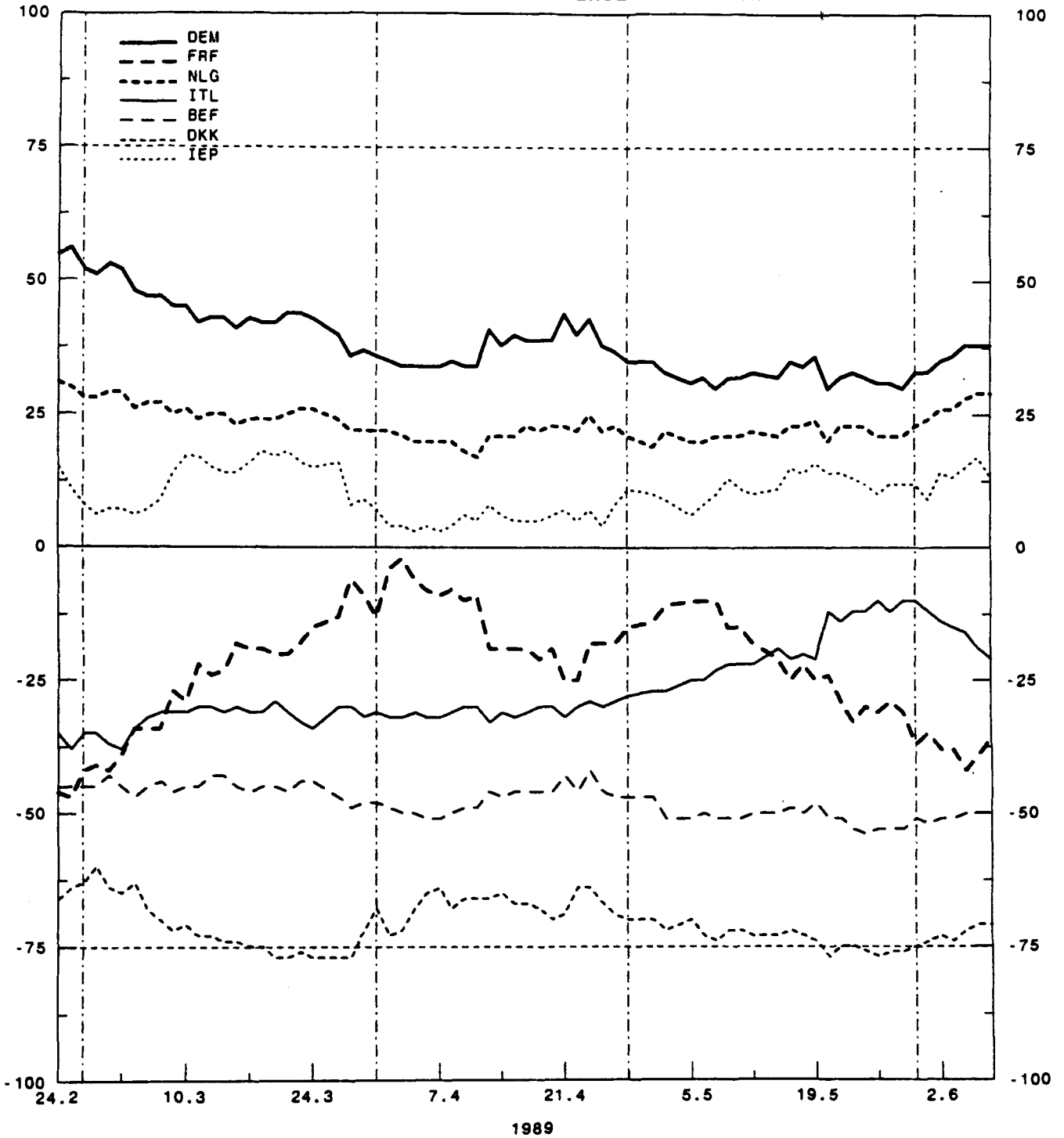
9.6.1989

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID



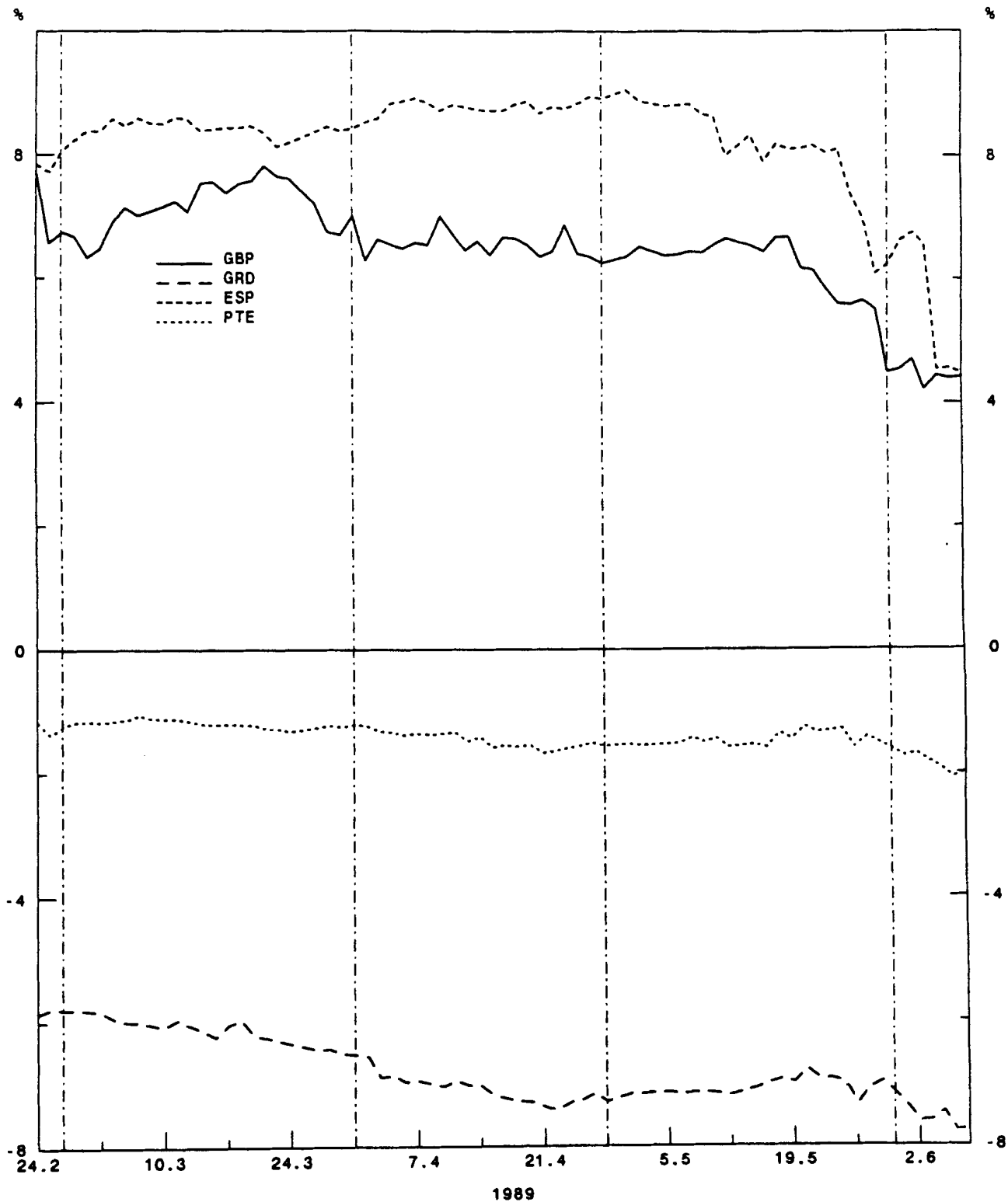
9.6.1989

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.

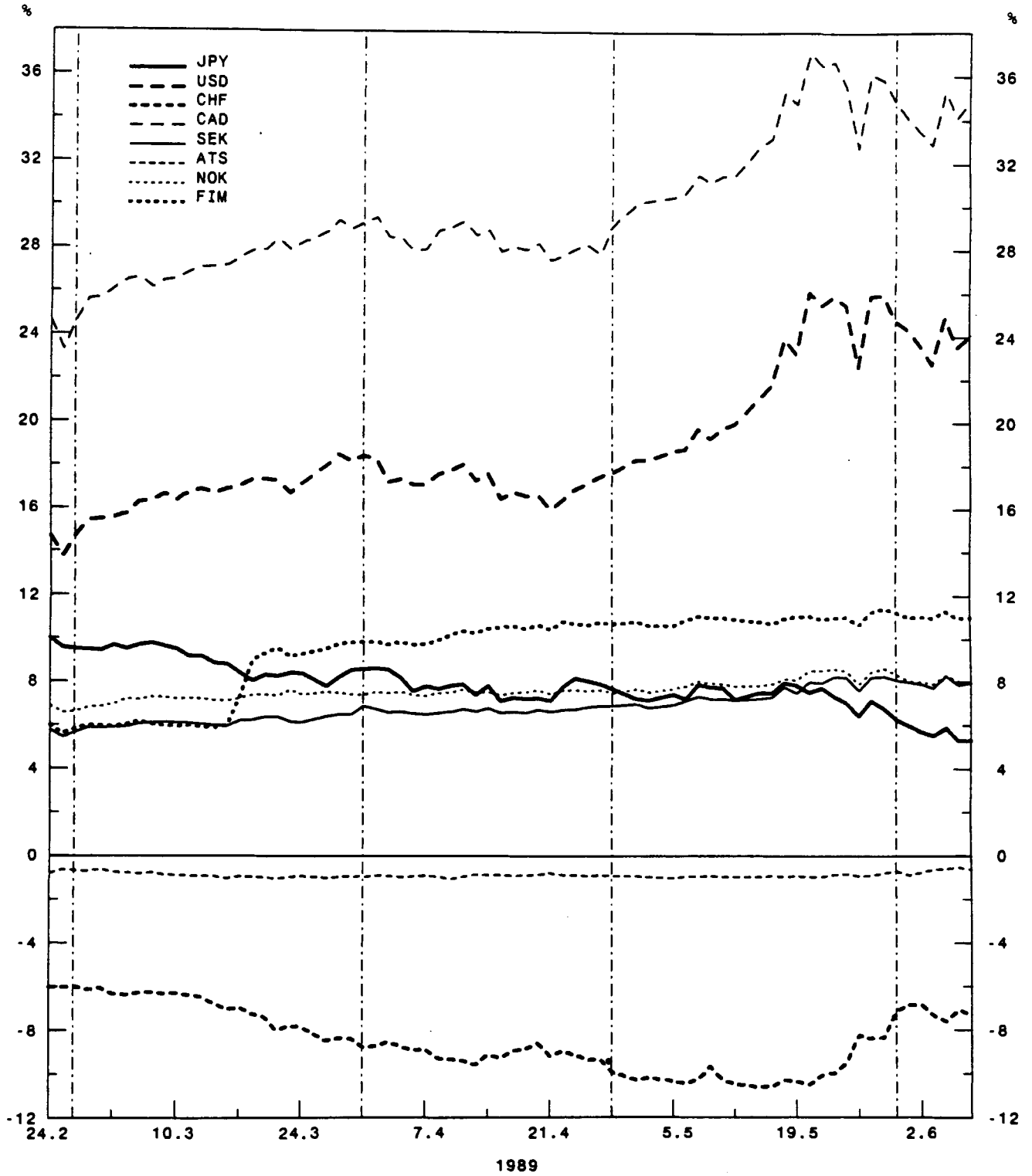
EVOLUTION OF THE POUND STERLING, THE GREEK DRACHMA, THE SPANISH PESETA AND THE PORTUGUESE ESCUDO, ON THE BASIS OF THE MARKET RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*



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

9.6.1989

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.