

PROCES-VERBAL *
DE LA 232^e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 14 FEVRIER 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 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. Szász; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par MM. Pego Marques et Amorim; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Arrowsmith; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Mingasson et Dixon; le Directeur Général de l'Institut Monétaire Luxembourgeois, M. Jaans; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees. Assistent en outre MM. Raymond et Dalgaard, Présidents des groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Giles sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 14 mars 1989, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 230e et de la 231e séance

Le Secrétariat n'a pas reçu de propositions d'amendement sur les deux projets. Aucune remarque n'étant formulée en séance, les procès-verbaux des 230e et 231e séances sont donc approuvés par le Comité dans les textes des projets diffusés.

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

Depuis la séance précédente du Comité, le dollar est resté fébrile mais orienté fermement à la hausse. Il s'est apprécié de 10% par rapport au deutsche mark depuis début décembre et a retrouvé son niveau de l'été 1988. Par rapport au yen, le dollar est toujours de 10% inférieur au niveau de début 1987. Le raffermissement de la monnaie américaine tient à plusieurs facteurs: taux d'intérêt aux Etats-Unis élevés et en hausse; certaines attentes quant à la politique de la nouvelle administration; sentiment sur les marchés que l'attitude des banques centrales n'a pas changé, ce qui a été confirmé par la réunion du G7 des 3 et 4 février et les actions des autorités monétaires. Récemment, les interventions des banques centrales ont été moins convaincantes et les ventes régulières de dollars pour des montants modérés ne se sont pas révélées efficaces. Durant les dernières semaines, la Deutsche Bundesbank n'est intervenue que lorsque l'initiative a été prise par la "Fédérale". Même si les interventions n'ont eu qu'un effet limité, les montants mis en oeuvre au total ne sont pas négligeables. Ainsi, pour la période de janvier et des dix premiers jours de février, les ventes de dollars se sont élevées à \$EU 5,5 milliards et les achats de deutsche marks ont atteint l'équivalent de \$EU 11 milliards. Pour l'ensemble de 1988, les interventions de la Bundesbank ont entraîné une baisse de ses réserves de DM 35 milliards.

La montée des taux d'intérêt aux Etats-Unis a été suivie de hausses en Allemagne fédérale et dans d'autres pays européens. Toutefois, ces relèvements ont été aussi dictés par des considérations internes. Celles-ci ont prédominé en Allemagne fédérale où l'inflation atteint maintenant un taux annuel de 2,6%, ce qui est élevé pour le pays, même si l'augmentation

des taxes indirectes a joué un rôle. En outre, la progression de M3 est toujours supérieure à l'objectif.

L'appréciation du dollar entraîne, en particulier, un arrêt du processus d'ajustement. L'excédent commercial de l'Allemagne fédérale s'accroît à nouveau, spécialement avec les partenaires européens mais aussi avec les Etats-Unis. Un nouveau raffermissement du dollar ne peut être exclu. En effet, aux Etats-Unis, si la croissance continue ou l'inflation s'accroît, des hausses des taux d'intérêt deviendraient probables, ce qui renforcerait encore davantage le dollar et aggraverait donc les problèmes actuels. En revanche, un ralentissement de la croissance américaine entraînerait probablement un repli des taux d'intérêt, ce qui pourrait affaiblir le dollar. Une telle évolution serait utile dans une certaine mesure mais, si elle était trop prononcée, d'autres problèmes surgiraient. Dans un proche avenir cependant, il semble plus probable que les taux d'intérêt américains restent orientés à la hausse.

Au sein du SME, il n'y a pas eu de tensions et aucune rumeur d'un réalignement. Certaines évolutions se sont toutefois produites. Le deutsche mark est resté en haut de la bande mais il a montré quelques signes de faiblesse: les différentiels de taux d'intérêt avec les autres monnaies du mécanisme de change se sont rétrécis et il a été soutenu par d'importantes interventions. Les facteurs fondamentaux de l'économie allemande restent bons mais des sorties de capitaux considérables ont eu lieu par suite essentiellement des différentiels de taux d'intérêt et peut-être aussi de la taxe de retenue à la source. Le florin, comme d'habitude a suivi de très près l'évolution du deutsche mark; il s'est légèrement affaibli du fait que les interventions à l'achat de deutsche marks n'ont pas été compensées par des achats extérieurs de florins. La Nederlandsche Bank a stabilisé le cours de sa monnaie vis-à-vis du deutsche mark par des interventions modérées et surtout par un ajustement des taux d'intérêt. La couronne danoise s'est assez sensiblement repliée et s'est trouvée au bas de la bande du SME. Cette évolution est imputable à la décision des autorités de ne pas suivre les relèvements de taux d'intérêt dans les autres pays étant donné la situation différente au Danemark, à savoir pas de croissance et un chômage en augmentation. Le rétrécissement des différentiels de taux d'intérêt a affaibli quelque peu le cours de la couronne mais celui-ci a été stabilisé sans besoin d'intervenir. Le franc français s'est raffermi dans le SME malgré une réduction des différentiels de taux d'intérêt. En Belgique, la banque centrale a été en mesure de procéder à quelques achats de devises. Pour les deux monnaies, franc français et franc belge, les différentiels de taux

d'intérêt avec l'extérieur sont revenus aux niveaux de décembre 1988, époque où les deux pays avaient dû intervenir et relever leurs taux d'intérêt. La livre irlandaise a connu une évolution calme. La lire italienne est la monnaie qui s'est le plus raffermie au sein du SME et ce en dépit d'interventions à l'achat importantes et d'un rétrécissement des différentiels de taux d'intérêt. La fermeté de la lire n'est pas due à l'évolution économique et politique qui n'est pas très favorable puisque on ne voit pas de signes d'une politique budgétaire énergique; elle résulte plutôt du niveau élevé des taux d'intérêt, facteur auquel s'est ajouté, avec la libération des mouvements de capitaux, un accès plus facile aux emprunts à l'étranger.

Dans les autres pays de la CEE, on note la fermeté continue de la livre sterling. L'économie britannique reste caractérisée par une forte expansion et une inflation croissante, le taux annuel est actuellement de 7% (5% si l'on exclut l'effet des taux d'intérêt hypothécaires). Les autorités ne souhaitent pas relever davantage les taux d'intérêt tant que les effets des dernières hausses ne se sont pas encore fait sentir. La peseta s'est à nouveau raffermie. L'économie espagnole connaît le plus fort taux de croissance dans la Communauté mais en conséquence la hausse des prix s'est accélérée (+5,8% en 1988) et la situation des comptes courants s'est détériorée. Comme la politique budgétaire ne peut pas être durcie, les taux d'intérêt ont été relevés et il en est résulté de fortes entrées de capitaux et un raffermissement de la peseta. La politique monétaire a été resserrée le 1er février par une augmentation des réserves obligatoires, combinée avec l'introduction de réserves spéciales sur les nouveaux emprunts à l'étranger. Après une certaine confusion sur les marchés, la peseta s'est stabilisée au niveau élevé de fin janvier. Au Portugal, la politique de dépréciation régulière et limitée du cours de l'escudo est poursuivie. Une politique semblable est menée en Grèce où le taux de change effectif de la drachme diminue lentement. Pour ces deux pays, la politique de régulation du taux de change effectif a signifié récemment une appréciation par rapport au deutsche mark, qui n'est pas sans poser de problèmes.

Les experts ont conclu leur tour d'horizon par les remarques ci-après. Tous les marchés des changes semblent être dominés aujourd'hui par les mouvements de capitaux; comparées à ceux-ci, les balances courantes sont moins importantes même pour les pays enregistrant des excédents ou des déficits importants. Les flux de capitaux sont provoqués essentiellement par les différentiels de taux d'intérêt, bien que d'autres facteurs aient également joué, par exemple au Royaume-Uni des opérations importantes d'offres publiques d'achat (OPA). Depuis un certain temps, les capitaux se sont

dirigés principalement vers les pays dont les taux d'intérêt sont les plus élevés. Les marchés ne négligent pas complètement les risques de change mais ils s'attendent à ce que les mouvements de capitaux maintiennent stables les monnaies à taux d'intérêt élevés ou même les raffermissent. Cette attitude a été évidente en ce qui concerne les monnaies du mécanisme de change: lorsqu'il n'y a pas d'anticipations d'un réalignement, les différentiels de taux d'intérêt sont attractifs par rapport au risque de change, même si celui-ci théoriquement pourrait ne pas être négligeable (par exemple 5% entre le deutsche mark et la lire). En dehors du mécanisme de change, le même phénomène existe, malgré l'absence d'un filet de sauvetage, et se retrouve notamment derrière les mouvements de capitaux vers le dollar, la livre sterling et la peseta. Dans plusieurs cas, les marchés ont eu raison. Par exemple, durant les deux dernières années, il a été plus profitable, en moyenne, d'investir en dollars et encore mieux en pesetas qu'en deutsche marks; pour les deux premières monnaies, les taux d'intérêt ont été plus élevés et le taux de change a été stable ou s'est fortement apprécié. Au fur et à mesure que la confiance des marchés dans les taux de change s'est développée, de plus petites variations de taux d'intérêt ont été suffisantes pour influencer les mouvements de capitaux et stabiliser les marchés.

B. Exposé de M. Papademos

Les Suppléants ont centré leur attention sur trois sujets: le raffermissement récent du dollar, l'évolution des taux d'intérêt et le SME, l'efficacité des interventions.

1. Le raffermissement récent du dollar

Les Suppléants ont accepté la conclusion du groupe "Surveillance" selon laquelle l'appréciation récente du dollar semble être une réponse au resserrement qui a été apporté à la politique monétaire américaine en vue de lutter contre l'inflation. Les chiffres des prix de gros américains et les données de l'emploi ont renforcé le sentiment des marchés que la politique monétaire sera rendue plus restrictive. On ne peut pas savoir si la montée du dollar est un phénomène temporaire. Il existe cependant une similitude entre la situation actuelle et celle de l'appréciation du dollar en juin 1988. Il a été relevé aussi que les marchés des changes peuvent être influencés par le résultat de la réunion du G7 qui ne semble donner aucune orientation spécifique sur les taux de change. Les propositions budgétaires américaines ont été jugées décevantes et signifient que la politique monétaire devra porter le fardeau de la lutte contre l'inflation.

2. L'évolution des taux d'intérêt et le SME

La hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis a été suivie par des augmentations dans la plupart des pays de la CEE où, toutefois, des considérations internes ont aussi joué un rôle. En Allemagne, la politique monétaire restrictive vise à contenir les pressions inflationnistes. Le taux d'inflation annuel tend à s'accroître alors que l'économie se heurte à des contraintes de capacité. Le relèvement des taux d'intérêt est justifié par une expansion monétaire supérieure aux objectifs mais il est aussi cohérent avec les développements externes. Au Royaume-Uni, en Italie et en Espagne, l'inquiétude accrue au sujet de l'expansion économique croissante appelle un resserrement de la politique monétaire qui, à son tour, provoque une appréciation des monnaies concernées. Dans d'autres pays du mécanisme de change, comme la Belgique et les Pays-Bas, dont les politiques monétaires sont alignées sur celle de l'Allemagne, les taux d'intérêt ont été également relevés. Inquiètes de la faible activité économique et du chômage croissant, les autorités danoises n'ont pas augmenté les taux d'intérêt. Certains Suppléants ont exprimé leurs préoccupations quant à la possibilité d'une nouvelle série d'augmentations compétitives des taux d'intérêt dans le cas où ceux-ci monteraient à nouveau aux Etats-Unis.

Les marchés ont été très sensibles aux différentiels de taux d'intérêt, surtout lorsque les risques de change sont jugés limités. Les mouvements de capitaux ont été importants et les autorités sont conscientes des effets, sur les mouvements de capitaux, des variations de taux d'intérêt dans les pays voisins.

Les taux d'intérêt à long terme n'ont pas vraiment suivi la tendance à la hausse des taux courts. Dans le cas de la France, cela pourrait être interprété comme reflétant la crédibilité de la politique poursuivie par la banque centrale. Il est à noter cependant que, en général, la relative absence de réponse des taux à long terme ne doit pas être interprétée comme signifiant que les marchés estiment que la situation actuelle est temporaire seulement. En raison du caractère de plus en plus évolué des marchés, les transferts entre les compartiments extrêmes du marché sont plus faciles. Il a été aussi souligné que les périodes de courbes de rendement étales ou inversées, résultant d'un resserrement de la politique, sont suivies par un affaiblissement de l'activité économique sans pouvoir préciser à quel moment cela risque de se produire.

Dans l'ensemble, le SME n'a pas connu de tensions, grâce notamment à une bonne gestion des différentiels de taux d'intérêt. Le comportement

de la couronne danoise a fait exception, mais le Suppléant danois a dit que l'éventualité d'un réalignement est absolument écartée. En effet, l'inflation et les comptes courants évoluent dans la bonne direction et les autorités veulent manifester leur attachement à la stabilité des taux de change, surtout à un moment où les partenaires sociaux négocient les hausses de salaires pour les deux prochaines années.

Les déséquilibres commerciaux à l'intérieur de la Communauté ne s'étant pas réduits, la stabilité du SME peut être menacée à l'avenir. Le cours actuel du deutsche mark vis-à-vis d'autres monnaies du SME pourrait exacerber ces déséquilibres. Certains Suppléants ont suggéré qu'un réalignement à un moment inattendu par les marchés pourrait corriger certains déséquilibres. D'autres, cependant, ont souligné qu'un réalignement serait contre-productif; de surcroît, un réalignement inattendu ne peut en fait réussir que la première fois.

Le Suppléant espagnol a expliqué en détail les raisons qui ont conduit les autorités de son pays à prendre des mesures exceptionnelles visant à freiner l'expansion du crédit et de la liquidité. Les Suppléants se sont demandé si certaines de ces mesures sont parfaitement compatibles avec la Directive de libération des mouvements de capitaux.

3. L'efficacité des interventions

Certains Suppléants estiment que les interventions ne peuvent pas être efficaces si elles ne sont pas accompagnées de mesures appropriées de politique monétaire. Si les interventions des banques centrales peuvent être anticipées par les marchés, elles perdent de leur efficacité; les techniques employées sont donc d'une importance essentielle. Les interventions sont plus efficaces si elles sont menées quand les marchés sont incertains à propos des perspectives d'évolution des taux de change ou lorsque la pression sur un taux de change s'essouffle. D'autres Suppléants ont noté que les interventions peuvent être efficaces lorsque les mouvements du taux de change sont temporaires. Si ces mouvements reflètent davantage des changements dans les facteurs fondamentaux, l'instrument des taux d'intérêt devrait alors être employé. L'efficacité des interventions peut être accrue si elles sont soigneusement organisées, concertées, visibles et de montants importants. Un Suppléant s'est demandé si le volume plus limité des interventions durant la montée actuelle du dollar reflétait des décisions prises par le G7. Certains Suppléants ont regretté que la Banque du Japon n'ait pas participé aux interventions récentes; à leur avis, cela aurait été utile, même pour des raisons symboliques.

C. Discussion du Comité

M. Rubio expose les raisons pour lesquelles les mesures monétaires récentes ont été prises. Un changement de direction a été opéré dans la politique monétaire espagnole depuis l'été 1988 en raison des évolutions internes marquées par une croissance très vigoureuse de l'économie (+5%) qui a créé des problèmes sur le front des prix dont la hausse de 5,8% en 1988 est nettement au-dessus de l'objectif fixé initialement (+3%). Le Banco de España a relevé son taux directeur de 2 points durant l'été mais il est vite apparu que ce n'était pas suffisant. En effet, la croissance monétaire s'est accélérée au cours des derniers mois de 1988 et l'objectif fixé pour l'accroissement de l'agrégat ALP pour cette même année (8-11%) a été dépassé (l'objectif pour 1989 est de 6,5-9,5%).

Le Banco de España a dû faire face à des entrées de capitaux considérables en 1988; la peseta s'est appréciée d'environ 7% vis-à-vis du deutsche mark et les interventions ont été importantes entraînant une augmentation des réserves de l'ordre de \$EU 10 milliards. Le relèvement de 1 point des taux d'intérêt au début de février 1989 a dû être accompagné d'autres mesures car les afflux de capitaux devenaient excessifs et le raffermissement de la peseta intolérable, étant donné l'évolution des comptes courants qui sont passés d'un excédent en 1987 à un déficit de près de \$EU 4 milliards en 1988. Ces mesures comportent notamment l'introduction d'un dépôt obligatoire pour les endettement extérieurs; de l'avis de la Commission, elles ne sont pas incompatibles avec les obligations de libération des mouvements de capitaux s'appliquant à l'Espagne. Il n'est pas sûr que les mesures prises contiendront vraiment la demande interne. D'autre part, le budget de 1989 ne prévoit pas une réduction notable du déficit; le solde à financer est estimé à 2,9% du PIB, ce qui est peu éloigné du chiffre de 1988. En outre, si le déficit devrait être relativement modeste, les dépenses publiques augmenteront fortement (+13%), ce qui signifie que le budget aura plutôt, au total, un effet expansionniste. Une politique rigoureuse est aussi importante vis-à-vis des négociations salariales en cours; en effet, les entreprises disposent généralement de situations bénéficiaires brillantes qui pourraient donner lieu à des tentations de laxisme. Enfin, si l'expansion monétaire continuait d'être forte et si la surchauffe se développait, d'autres mesures peut-être de caractère fiscal seraient adoptées.

M. Godeaux indique qu'il n'a pas de commentaires particuliers à faire sur les exposés de MM. Dalgaard et Papademos mais qu'il voudrait présenter brièvement la portée des mesures constitutionnelles et législatives qui ont été prises récemment en Belgique et l'impact qu'elles peuvent avoir

sur le plan monétaire. Les dernières élections ont conduit à une poussée vers le fédéralisme, et le gouvernement qui a été formé, après une crise politique la plus longue de l'histoire contemporaine de la Belgique, est engagé dans la réalisation de cette avancée importante vers le fédéralisme. Déjà en 1980, des entités nouvelles de droit public avaient été créées, il s'agit des trois Communautés néerlandaise, française et allemande, et des trois régions, la Flandre, la Wallonie et Bruxelles. Ces entités se sont vues doter de responsabilités et de compétences importantes, définies par une loi du 8 août 1988. Le programme du gouvernement comporte trois phases: la première consiste essentiellement à transférer aux Communautés la politique de l'enseignement et aux régions une certaine compétence en matière économique. La deuxième phase, qui vient d'être consacrée dans une loi, définit les modalités de financement de ces nouvelles entités de droit public; celles-ci recevront approximativement 32% des masses de l'ancien budget national, proportion qui n'est pas anormale dans les pays à structure fédérale. La loi reconnaît, de la manière la plus formelle, la nécessité et la volonté politique de maintenir l'union économique et l'unité monétaire du pays. Des dispositions assez complexes ont été prises pour qu'une surveillance, une concertation et un droit d'intervention du pouvoir central soient exercés à la fois sur la capacité de ces nouvelles entités de faire diverger les niveaux d'imposition (l'exemple des Etats fédérés montre que l'on ne peut pas laisser trop diverger les situations fiscales) et sur les modalités de financement. L'endettement des nouvelles entités sera surveillé par le pouvoir central et, à cette fin, une nouvelle section a été créée dans le Conseil supérieur des Finances où la banque centrale est représentée par le Gouverneur, le Vice-Gouverneur et un membre du Comité de Direction. Il sera possible de limiter les pouvoirs des entités s'il apparaît que l'endettement de celles-ci, ou les divergences dans leur niveau de fiscalité, mettent en danger l'unité monétaire du pays. Il s'agit là d'un compromis qui devrait permettre de maintenir cette unité et de continuer l'effort d'assainissement des finances publiques entrepris depuis plusieurs années (en cinq ans, le déficit budgétaire a été réduit de moitié en termes de pourcentage du PNB). Une troisième phase du fédéralisme, purement politique, visera à modifier les pouvoirs du Sénat, à augmenter les compétences de la Cour d'Arbitrage qui deviendra une sorte de Cour constitutionnelle et à accorder aux citoyens le droit de saisir cette Cour en cas de conflits de compétence entre les diverses entités de l'Etat. Le calendrier pour la réalisation de cette troisième phase n'est pas précisé.

Une loi a été votée le 23 décembre 1988 relative au statut monétaire et à la Banque Nationale de Belgique. Son existence venait à son terme le 31 décembre. Dorénavant, sa durée n'est plus limitée. Peu de changements ont été apportés au statut de la Banque, la principale nouveauté concerne l'augmentation des pouvoirs dans le domaine de l'utilisation des réserves obligatoires.

Enfin, la Banque Nationale a mis au point et commencera à utiliser en mars une nouvelle procédure d'octroi de fonds aux intermédiaires financiers au moyen d'une adjudication de fonds à très court terme. La Banque souhaitait compléter la gamme des taux d'intérêt sur lesquels elle peut exercer une influence, resserrer ses contacts de marché avec les intermédiaires financiers et s'assurer que des changements de taux d'intérêt puissent être induits sans provoquer des effets d'annonce susceptibles de contrarier ses objectifs.

M. Leigh-Pemberton présente quelques commentaires sur la situation au Royaume-Uni. Une baisse des taux d'intérêt n'est certainement pas à attendre et un nouveau relèvement n'est pas souhaité car les taux sont déjà élevés et quelques effets de la politique de rigueur sont observés. Ainsi, les chiffres des ventes au détail pour décembre 1988 ont marqué un recul; l'expansion monétaire a été moins forte au 4e trimestre qu'au 3e trimestre de 1988, ce qui est le reflet en partie de la contraction résultant du déficit courant. Celui-ci a été encore important en décembre, £ 1,3 milliard, mais il semble s'être stabilisé au cours du 4e trimestre de 1988. Le rythme d'inflation continue d'augmenter et d'être inquiétant; le taux annuel s'est situé autour de 7% au début de 1989; il devrait cependant fléchir plus tard dans l'année. La croissance de l'économie reste vive et il semble que ni le relèvement des taux d'intérêt ni la fermeté du cours de la livre n'ont jusqu'à présent pesé sur les plans d'investissements. On peut donc espérer continuer à développer les capacités de production et en même temps mieux maîtriser la demande interne.

Le Président constate que certaines évolutions récentes qui ne sont pas limitées aux marchés des changes devraient retenir l'attention des Gouverneurs. La montée des taux d'intérêt américains est une des causes principales de la fermeté du dollar et, en outre, elle entraîne des relèvements de taux dans le reste du monde et même dans des pays où ils ne sont pas justifiés par des raisons internes. Dans certains pays, les tendances inflationnistes se renforcent, par suite de la vigueur de la demande interne, et rendent nécessaires des mesures monétaires restrictives surtout si la "policy mix" ne peut pas être modifiée. La variabilité des marchés des changes continuera probablement à se faire sentir et les économies européennes

resteront confrontées à certains dangers. Il est donc important que les Gouverneurs maintiennent, à l'égard des développements économiques et monétaires, une grande vigilance et une surveillance étroite s'appuyant, comme d'habitude, sur l'excellent travail des experts et des Suppléants.

III. Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE concernant l'évolution sur les marchés des changes des dix-neuf pays participant à la concertation au cours du mois de janvier et des premiers jours de février 1989

Le Président constate que le Comité approuve le "Rapport concertation"; celui-ci sera transmis aux Ministres des Finances des pays de la CEE selon la procédure habituelle.

IV. Examen du Rapport No 65 établi par le groupe d'experts présidé par M. Dalgaard sur l'incidence du prochain réexamen du panier de l'Ecu

A l'invitation du Président, M. Dalgaard introduit brièvement le Rapport No 65 en soulignant les points les plus importants des analyses et des suggestions présentées par les experts.

A. Exposé de M. Papademos

Les Suppléants ont exprimé leur appréciation pour le rapport de très grande qualité et ont partagé dans une large mesure les vues émises par les experts. Ils sont tous d'accord que la révision du panier ne devrait pas aboutir à une modification des cours-pivots Ecu, des cours-pivots bilatéraux et des cours d'intervention obligatoire des monnaies participant au mécanisme de change, et que les parités fictives des monnaies hors du mécanisme devraient être ajustées en conséquence. Un tel principe est souhaitable pour éviter le risque de confusion avec un réaligement.

La majorité des Suppléants appuie les conclusions des experts, selon laquelle une procédure en deux phases - c'est-à-dire la fixation et l'annonce des nouveaux poids des monnaies quelque temps avant l'entrée en vigueur du nouvel Ecu - contribuerait à réduire les incertitudes sur le marché de l'Ecu entourant la révision du panier.

Le Suppléant italien n'est pas en faveur d'une telle procédure en deux temps et propose que la méthode suivie en 1984 soit à nouveau retenue. Il estime qu'il n'y a aucune raison obligatoire justifiant une annonce

anticipée des poids et que, si un réalignement se produisait durant la période de grâce, cela créerait des problèmes et serait embarrassant. En outre, il considère qu'une procédure en deux temps pourrait être inappropriée pour le processus de fixation des poids des monnaies. Une approche équilibrée devrait être adoptée dans la détermination des poids et les critères à utiliser devraient être clairement identifiés. Dans la fixation du poids de chaque monnaie composante, un équilibre devrait être établi entre l'importance économique du pays concerné et la nécessité de préserver la stabilité de l'Ecu. A cet égard, toute augmentation significative des poids des monnaies hors du mécanisme de change minerait l'attrait de l'Ecu, qui découle justement de sa variabilité limitée.

Le représentant de la Commission a souligné qu'en 1984 les poids des monnaies ne reflétaient pas seulement des critères objectifs mais aussi des jugements de valeur. Il est très probable qu'une approche similaire soit suivie en 1989 et que les poids reflètent l'objectif de préserver la force et la stabilité de l'Ecu.

Les Suppléants ont aussi échangé quelques vues sur la procédure à suivre quant à la transmission du Rapport No 65 à la Commission et au Comité monétaire.

B. Discussion du Comité

M. Leigh-Pemberton estime que les Gouverneurs peuvent accepter le rapport des experts et suivre la suggestion des Suppléants de le transmettre à la Commission et au Comité monétaire. Il serait souhaitable de transmettre le rapport avec l'aval des Gouverneurs et en soulignant l'intérêt d'adopter une procédure en deux temps pour la révision du panier de l'Ecu. Un membre du Comité n'est pas en faveur d'une telle procédure mais il faut voir que la situation a considérablement changé depuis 1984 et qu'il serait tout à fait indiqué d'engager la procédure assez vite et de ne pas accroître l'incertitude et le flottement des marchés de l'Ecu privé en attendant jusqu'au mois de septembre 1989. Ainsi qu'il a été dit dans le Rapport No 65, on ne cherche pas à aider les banques mais à assurer une transition en souplesse entre les deux Ecus et un fonctionnement des marchés aussi ordonné que possible, ce qui est une responsabilité normale des banques centrales. En procédant en deux phases, avec une annonce anticipée de 3 mois, on n'aide pas les banques mais on protège l'Ecu lui-même et on lui assure une meilleure pérennité.

M. Leigh-Pemberton conclut en espérant que, malgré les difficultés d'une banque centrale, le rapport des experts sera transmis à la Commission et au Comité monétaire avec l'approbation des Gouverneurs.

M. Delors remercie le Comité d'avoir provoqué une réflexion sur la révision du panier de l'Ecu, révision qui relève d'un Règlement du Conseil ECOFIN statuant à l'unanimité sur proposition de la Commission, après avis du Comité monétaire et du Conseil d'administration du FECOM. Le rapport des experts est plein d'enseignements et sera utile à la Commission dans la formulation de sa proposition. Les experts justifient la vigilance qu'ils recommandent par le changement de dimension du marché de l'Ecu privé depuis 1984; les importantes opérations à court terme réalisées par la Trésorerie britannique exigent aussi d'approcher la révision avec soin. Les experts soulignent également que celle-ci n'est pas à confondre avec un réaligement. Cela est parfaitement exact et il suffit de se rappeler l'atmosphère désagréable du dernier réaligement de janvier 1987 pour souhaiter éviter les affrontements qui se sont produits alors pour des questions de fierté ou de prestige nationaux. A cette fin, M. Christophersen, Commissaire chargé des questions économiques, devrait faire un tour des capitales en vue de consulter les Ministres des Finances et les Gouverneurs pour essayer de trouver une solution conciliant les critères objectifs et les autres éléments d'appréciation.

M. Delors précise qu'il demandera à la Commission de suivre le rapport du "Groupe Dalgaard" dans sa sagesse et d'adopter une procédure en deux temps. Si la Commission retient cette approche, le Conseil ECOFIN pourrait décider des poids des monnaies de l'Ecu à sa session du 19 juin 1989, la Commission fixerait ensuite, dans la dernière semaine de septembre, les éléments constitutifs du panier en fonction des cours des monnaies observés sur le marché. Sans entrer à ce stade dans le détail, il est important de souligner l'intérêt d'un Ecu fort et l'utilité de convaincre ceux que cette notion pourrait gêner sur le plan national. La différence entre un Ecu fort et un Ecu faible est peut-être minime mais le marché attend certainement un signe qui maintienne la confiance dans l'Ecu et lui assure son avenir. Il n'est pas certain que la Commission arrive à convaincre tous les pays membres qu'une telle approche est la bonne; il est toutefois important de la déclarer dès à présent car la révision du panier de l'Ecu fait l'objet de nombreux commentaires et affecte déjà les opérations, notamment celles à moyen et long terme.

La procédure en deux temps ne semble pouvoir soulever qu'une objection, à savoir que la décision importante sur les poids des monnaies

serait prise pendant la période entre le dépôt et la publication du rapport du Comité ad hoc sur l'Union économique et monétaire et le Conseil européen de fin juin. Si ce rapport provoque des débats mouvementés, avec ou sans révision du panier, l'évolution de l'Ecu se trouverait affectée. C'est pourquoi la proposition des experts est bien la meilleure formule.

M. Ciampi rappelle que, dans son exposé, M. Papademos a mentionné la position différente du Suppléant italien quant à une procédure en deux temps pour la révision de l'Ecu; il confirme la réserve de la Banca d'Italia à ce sujet et souhaite qu'elle soit consignée. La question, effectivement, peut être appréciée différemment. Il convient maintenant de prendre note de la préférence exprimée par M. Delors qui opte pour une procédure en deux phases, la première intervenant lors du Conseil ECOFIN du 19 juin, la seconde durant la dernière semaine de septembre 1989. Le rapport du "Groupe Dalgaard" constitue de toute manière une bonne base de discussion et un document précieux; il sera certainement très apprécié du Comité monétaire auquel il peut être transmis en prenant acte de la réserve de la Banca d'Italia.

M. Rubio marque son accord avec les remarques de M. Delors; il se demande toutefois comment on fixera les critères pour avoir un Ecu fort; il faudrait être très précis mais ce ne sera pas facile et des difficultés sont à attendre.

M. de Larosière estime que le Rapport No 65 est un bon document et s'associe aux remarques de M. Leigh-Pemberton sur cette question. Les marchés sont importants et on doit y veiller. Il existe d'ailleurs une procédure en deux temps, dans un cas semblable, celui de la modification de la composition du DTS par le Fonds Monétaire International. Prévenir les marchés en leur disant qu'une nouvelle composition de l'Ecu est fixée, qu'elle prendra effet dans 3 mois et qu'ils peuvent s'organiser en conséquence est une manière appropriée, pour les autorités monétaires, d'assumer leurs responsabilités.

Le Président considère que l'expérience de la révision de l'Ecu de 1984 doit être prise en compte mais dans certaines limites. Même si les risques que courent les marchés sont peut-être exagérés, il vaut mieux être prudent et, dans cet esprit, la procédure en deux phases fournirait aux marchés plus de temps et de souplesse pour prendre les précautions nécessaires et couvrir les risques suscités par la révision de l'Ecu.

L'accord est général entre les Gouverneurs pour souligner que les cours-pivots Ecus, les courts-pivots bilatéraux et les cours d'intervention obligatoire des monnaies du mécanisme de change du SME doivent rester inchangés à l'occasion de la reconstitution du panier de l'Ecu. Il convient

d'éviter toute confusion avec un réalignement. En ce qui concerne la seconde recommandation des experts, à savoir une procédure en deux phases, les Gouverneurs ne sont pas unanimement favorables. Dans ces conditions, le Rapport No 65 devrait être transmis à la Commission et au Comité monétaire avec une lettre du Président du Comité des Gouverneurs. Dans cette lettre, d'une part, on soulignerait l'importance que les Gouverneurs attachent à la stabilité des cours-pivots et des cours limites, d'autre part, on indiquerait que des raisons techniques, longuement décrites dans le rapport des experts, militent en faveur d'une procédure en deux temps mais qu'une minorité de Gouverneurs estime qu'une procédure en une phase, comme en 1984, est préférable.

Le Président se demande s'il faudrait mentionner aussi dans sa lettre qu'on devrait faire preuve d'équilibre dans la fixation des poids des monnaies en tenant compte de l'importance économique relative des monnaies concernées, de la nécessité d'un Ecu stable et du fait qu'un poids trop grand attribué aux monnaies hors du mécanisme de change pourrait affaiblir l'Ecu.

Diverses remarques sont faites par certains Gouverneurs sur cette question du Président.

M. Rubio indique qu'il est difficile de distinguer actuellement entre monnaies fortes et monnaies faibles et que, en particulier, la réalité ne permet pas d'associer l'idée de monnaie faible aux nouvelles monnaies qui entreront dans l'Ecu.

M. de Larosière est d'accord avec M. Rubio qu'on ne peut parler de monnaies faibles. D'ailleurs, la question n'est pas là. On peut dire en revanche que les Gouverneurs souhaitent conserver le caractère attractif de l'Ecu et qu'un des éléments de ce caractère tient au fait que certaines monnaies représentées dans l'Ecu ont entre elles des relations de change étroites; ce qui ne signifie pas, nécessairement, qu'il n'y ait pas de place pour les autres monnaies dans l'Ecu.

M. Delors tient à rassurer les Gouverneurs. Tout d'abord, la Commission est consciente de l'aspect délicat de la question de la révision de l'Ecu et le tour des capitales annoncé permettra précisément d'écouter les autorités de tous les pays. En second lieu, la Commission n'a pas l'intention de faire deux classements a priori, d'une part entre monnaies fortes et monnaies faibles; d'autre part entre monnaies appartenant au mécanisme de change et celles qui sont en dehors, car rien ne dit que certaines de ces dernières ne participeront pas au mécanisme dans un avenir relativement rapproché. Par conséquent, les critères doivent relever davantage d'éléments objectifs et d'une analyse rigoureuse des marchés. Dans ce contexte, la consultation déjà indiquée apparaît très importante.

Le Président conclut des remarques formulées par les intervenants précédents et notamment M. Delors, qu'il est préférable de ne pas évoquer, dans sa lettre à la Commission, la question des poids des monnaies.

V. Echange de vues sur une note préparée par le groupe d'experts présidé par M. Raymond sur les interventions stérilisées et non stérilisées

Le Président indique que les Suppléants n'ont pas eu suffisamment de temps pour examiner d'une manière appropriée la note préparée par le "Groupe Raymond", mais qu'ils sont convenus de revenir sur ce document prochainement. Les Gouverneurs pourraient donc, eux-mêmes, procéder à un échange de vues, lors d'une prochaine séance, après la discussion que les Suppléants auront.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Répartition des frais du Secrétariat du Comité pour l'année 1988

Le Président rappelle que le Secrétariat a préparé une note et des tableaux qui ont été remis aux Gouverneurs et Suppléants.

Selon la pratique courante et comme cela est fait dans la note, les frais du Comité des Gouverneurs et du FECOM (Secrétariat du Conseil d'administration et Agent) pourraient être traités ensemble.

Le Président ajoute que les Suppléants n'ont pas formulé de remarques sur cette question et il constate l'accord du Comité sur la note et les tableaux présentés par le Secrétariat.

* * *

Avant de clore la séance, le Président s'adresse à M. Loehnis pour lui exprimer l'estime et les remerciements des Gouverneurs pour la contribution qu'il a apportée au Comité. M. Loehnis, qui va entrer prochainement dans le secteur bancaire privé, a participé pendant neuf années aux travaux du Comité en tant que "International Director" de la Bank of England et Suppléant du Gouverneur. Il s'est acquis une réputation en particulier d'homme pragmatique et de technicien de premier plan, qualités qu'il a amplement démontrées dans sa maîtrise des sujets et à la tête du Comité des Suppléants qu'il a présidé à deux reprises, en 1981 et en 1986.

Le Président adresse à M. Loehnis tous les meilleurs voeux du Comité pour son avenir.

M. Loehnis remercie le Président pour ses mots auxquels il est très sensible; il indique qu'il continuera à suivre les résultats des travaux du Comité dans un autre contexte mais avec tout autant d'intérêt que jusqu'à présent.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 14 mars 1989 à 9 heures 30.

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

JANVIER 1989

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Les marchés des changes ont été caractérisés par un nouveau renforcement du dollar EU à l'égard de la plupart des monnaies, en dépit de la persistance de ventes concertées de dollars, principalement contre deutsche marks, et de nouveaux relèvements des taux d'intérêt officiels dans certains pays européens.

Le dollar EU a été continuellement orienté à la hausse. Il a bénéficié à la fois d'anticipations selon lesquelles la vigueur continue de la croissance économique aux Etats-Unis maintiendrait les taux d'intérêt du dollar à un niveau élevé et d'une opinion plus favorable du marché envers la nouvelle Administration américaine. La plus grande fermeté du dollar semble également due en partie à l'intérêt renouvelé des investisseurs pour les titres libellés dans cette monnaie. L'annonce de l'élargissement du déficit commercial des Etats-Unis en novembre n'a provoqué qu'une accalmie

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

passagère de la demande de dollars. Pour s'opposer à l'ascension de la monnaie américaine, il a été procédé, à diverses reprises, à des ventes coordonnées au cours du mois. Le dollar a enregistré en clôture une hausse de quelque 5,25% par rapport au deutsche mark, de 3,5% vis-à-vis du yen et de 2,75% à l'égard de la livre sterling.

Au sein du SME, il n'y a pas eu de tensions. La couronne danoise a remplacé le franc français au bas de la bande étroite, le Danemark n'ayant pas relevé les taux d'intérêt comme les autres pays d'Europe. La lire italienne a continué de se renforcer et s'est approchée du milieu de la bande étroite.

Le deutsche mark s'est encore affaibli par rapport à la plupart des autres monnaies cotées officiellement en Allemagne. Son indice pondéré (1972 = 100) a perdu 1,4%, revenant de 169,9 à 167,5, son niveau du début d'août 1988. La Bundesbank a relevé de 0,5 point son taux d'escompte et son taux lombard, pour les porter à 4% et à 6% respectivement, avec effet au 20 janvier.

Le franc français a amélioré sa position au sein du système de change communautaire, passant de la sixième à la cinquième place. Il a bénéficié d'importantes cessions de devises de la part de résidents et de l'effet positif de l'annonce d'un taux d'inflation limité à 3,1% pour l'année 1988. Le relèvement, le 19 janvier, par la Banque de France, de son taux des appels d'offres et de celui des pensions à cinq/dix jours, portés respectivement à 8,25% et 9%, a permis en outre au franc de conserver une bonne orientation d'ensemble.

Le franc belge s'est bien comporté tout au long de la période considérée, permettant à la Banque Nationale d'acquérir des devises. La Banque a cependant été amenée à suivre le mouvement général de hausse des taux en relevant, le 23 janvier 1989, ses taux d'escompte et d'avances de 0,5 point à respectivement 8,25% et 8,50%, ainsi que le taux des certificats de trésorerie à 3 mois de 0,10% à deux reprises, le portant au niveau actuel de 7,70%.

Le florin néerlandais s'est légèrement affaibli vis-à-vis de la plupart des monnaies du SME, tout en se maintenant dans la partie supérieure de la bande d'intervention. Parallèlement aux décisions prises ailleurs dans le même sens, la Nederlandsche Bank a relevé de 0,5 point ses taux d'intérêt officiels avec effet au 20 janvier, portant ainsi le taux d'escompte à 5% et le taux Lombard à 5 3/4%.

La couronne danoise a cédé un peu de terrain et est devenue la monnaie la plus faible du SME à la fin du mois. Malgré les hausses intervenues

dans plusieurs pays, les taux d'intérêt ont été maintenus stables au Danemark, étant donné la faiblesse de la croissance économique.

La livre irlandaise est demeurée assez stable dans la partie supérieure de la bande du SME. Les entrées nettes de capitaux se sont poursuivies presque tout au long du mois et se sont traduites par des achats nets de devises de la part de la Central Bank of Ireland. Quelques sorties de devises, compensées par des ventes de la Banque, ont été enregistrées à la fin du mois.

La lire italienne a continué de s'apprécier au sein de la bande étroite du SME, en raison de la persistance d'entrées de capitaux à court terme, malgré le rétrécissement de l'écart des taux d'intérêt. La Banca d'Italia s'est opposée à ce mouvement en achetant des deutsche marks et en procédant à des ventes de dollars EU, en concertation avec d'autres banques centrales.

La livre sterling s'est maintenue à l'écart la plupart du temps, perdant du terrain envers le dollar, mais se raffermissant quelque peu par rapport à la plupart des monnaies européennes. Elle a reculé brièvement lorsque les taux d'intérêt britanniques n'ont pas suivi le mouvement de hausse enregistré sur le continent; elle s'est toutefois redressée dans le sillage du dollar, pour atteindre son niveau le plus élevé envers le deutsche mark à la fin du mois. Son indice pondéré a augmenté de 0,8%, pour se situer à 98,2 (1985 = 100).

La drachme grecque s'est dépréciée de 4,7% et 0,2% par rapport au dollar EU et à l'Ecu respectivement. En termes effectifs, elle a fléchi de 0,6%.

La peseta espagnole a continué de s'apprécier en raison d'importantes entrées de capitaux à court terme, stimulées par l'écart de taux d'intérêt positif. En fin de période, elle avait progressé de 2,8% par rapport à l'Ecu, mais avait perdu 1,8% envers le dollar.

L'escudo portugais s'est déprécié de 0,25% en termes effectifs, conformément à la politique définie par les autorités en matière de change. Par rapport au dollar EU, il a fléchi de 3,8%.

Le franc suisse a continué de s'affaiblir vis-à-vis de la plupart des monnaies. Il a perdu plus de 5% à l'égard du dollar EU et 0,3% envers le deutsche mark. A la fin du mois, son indice pondéré enregistrait une baisse de 1,5% par rapport au niveau de décembre dernier. Les taux d'intérêt du marché intérieur ont encore progressé de près de 1 point, à 5,5-6%. Le taux d'escompte et le taux lombard ont été relevés de 0,5 point chacun, pour s'établir à 4% et 6% respectivement à compter du 20 janvier.

Le schilling autrichien s'est affaibli de 4,4% vis-à-vis du dollar EU, après avoir fluctué dans une fourchette de 6% au cours du mois. Par rapport au deutsche mark, il n'a varié cependant que de 0,2%. Le 20 janvier, le taux d'escompte et le taux lombard ont été relevés de 0,5 point, à 4 1/2% et 6% respectivement, et, fin janvier, il a été annoncé que le taux pour les opérations à court terme d'open market allait être porté de 4 3/4% à 5 1/4%.

La couronne norvégienne a poursuivi son ascension régulière, enregistrant en fin de période près d'un point de hausse en termes effectifs. La décélération de l'expansion du crédit interne et de l'inflation, ainsi que la fermeté des prix pétroliers et l'amélioration des comptes extérieurs, ont permis à la Norges Bank de réduire de 0,5 point son taux des prêts au jour le jour, le ramenant à 11 1/2% à partir du 10 janvier.

La couronne suédoise n'a pas été affectée par la légère baisse des taux d'intérêt qui a fait suite à l'annonce, par le Gouvernement suédois, d'un projet d'abolition du contrôle des changes; elle a fluctué dans une fourchette étroite.

En termes effectifs, le mark finlandais est demeuré assez stable dans la partie supérieure de sa bande de fluctuation. Les taux à court terme du marché monétaire ont baissé d'un point environ au cours des trois premières semaines du mois, pour se redresser vivement par la suite.

Le yen japonais s'est déprécié de 2,5% envers le dollar EU, pour s'établir en clôture à Y 129,13. Cette baisse résulte principalement des achats massifs de dollars effectués par les spéculateurs à l'étranger et les investisseurs institutionnels japonais en raison de l'élargissement des écarts de taux d'intérêt entre le Japon et les Etats-Unis et du relèvement des prix du pétrole. Le yen s'est toutefois légèrement apprécié par rapport à l'Ecu.

Le dollar canadien s'est raffermi de 0,8% envers le dollar EU et de 1,6% sur une base pondérée. Il a continué de bénéficier de la fermeté des taux d'intérêt internes, liée à la vigueur de la croissance économique, et du niveau record des nouvelles émissions d'obligations en eurodollars canadiens. Plusieurs opérations de grande envergure concernant des prises de contrôle de sociétés au Canada ont été effectuées en cours de mois et se sont traduites par une demande nette de dollars canadiens.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Des ventes concertées de dollars ont été effectuées à plusieurs reprises depuis la mi-janvier. Les ventes nettes au cours du mois se sont élevées à \$EU 4,1 milliards, à comparer à des achats nets de \$EU 0,6 milliard en décembre 1988. Elles ont consisté en des achats bruts de \$EU 1,7 milliard et des ventes brutes de \$EU 5,8 milliards (dont \$EU 4,1 milliards contre deutsche marks). Les principaux vendeurs de dollars ont été les autorités monétaires américaines et la Deutsche Bundesbank, et les plus gros acheteurs le Banco de Portugal, la Finlands Bank et, au début du mois, la Norges Bank.

b) Interventions en monnaies communautaires et en Ecus privés

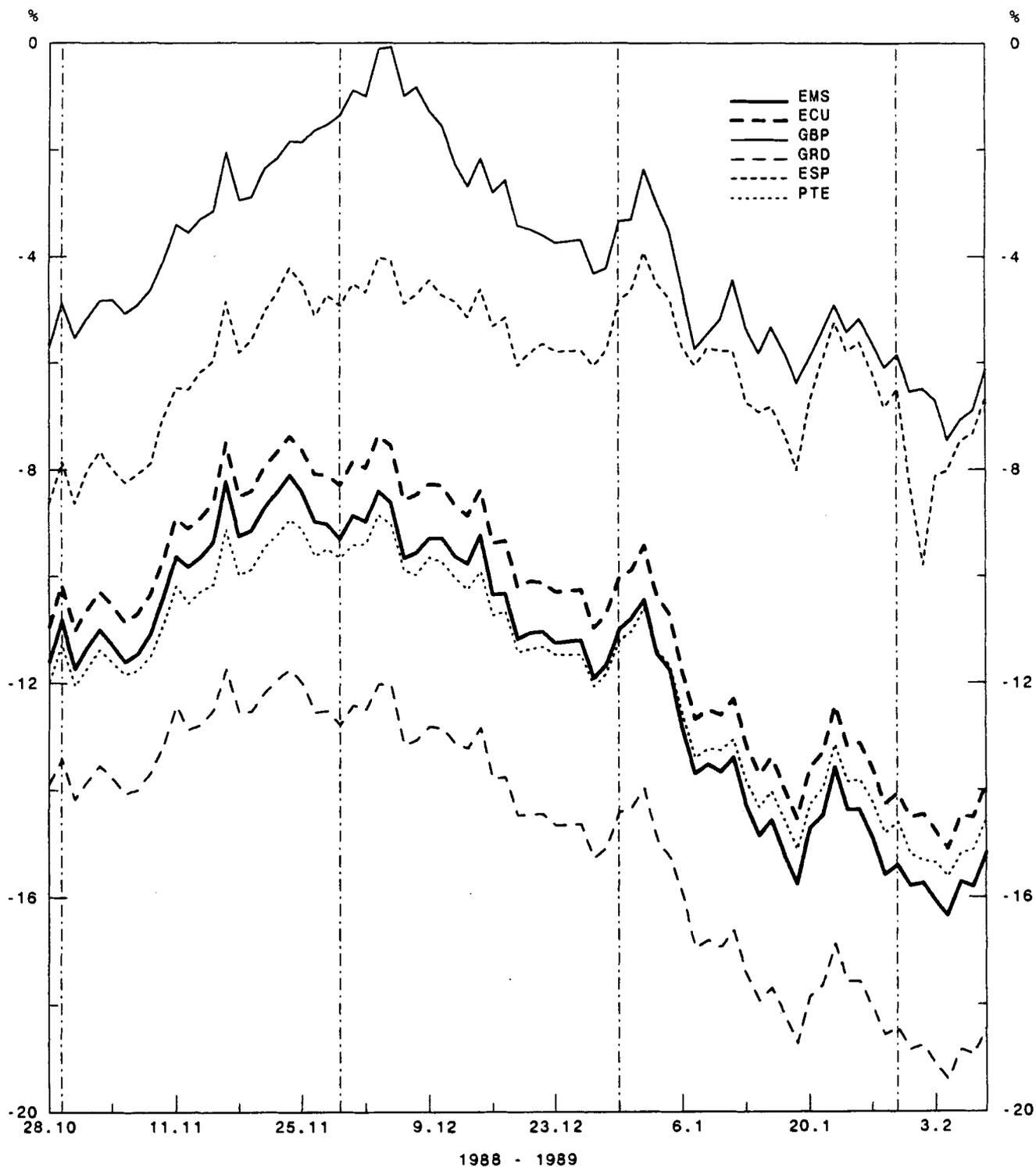
Les interventions en monnaies du SME des banques centrales de la Communauté ont atteint l'équivalent de \$EU 4,2 milliards, au lieu de \$EU 1,4 milliard en décembre 1988. Elles ont consisté essentiellement en achats de deutsche marks, la Banca d'Italia et le Banco de España étant les principaux acheteurs.

III. EVOLUTION JUSQU'AU 10 FEVRIER

La nouvelle progression du dollar, qui a fait suite à la publication des statistiques favorables de l'emploi aux Etats-Unis et à la réunion du Groupe des Sept les 3 et 4 février, a été freinée par une série d'interventions concertées; le dollar s'est replié par la suite en liaison avec la présentation du budget par le Président Bush. Il s'est toutefois fortement redressé après la publication d'une hausse des prix de gros américains plus importante que prévu, les opérateurs prévoyant en effet un resserrement de la politique monétaire pour lutter contre les pressions inflationnistes. Le 10 février, le "prime rate" américain a été augmenté d'un demi-point, à 11%.

En vue de contenir l'expansion rapide du crédit au secteur privé, le Banco de España a relevé de 16 1/2 à 18% le montant des réserves obligatoires que les banques doivent déposer auprès de la banque centrale. Par ailleurs, afin de limiter les effets sur le taux de change, le Banco de España a imposé un système de réserves non rémunérées de 30% sur tous les nouveaux crédits en devises pris par les résidents autres que des banques, et de 20% sur tous les nouveaux endettements en devises des banques. La peseta a eu un accès de faiblesse le 1er et le 2 février, mais elle s'est raffermie rapidement.

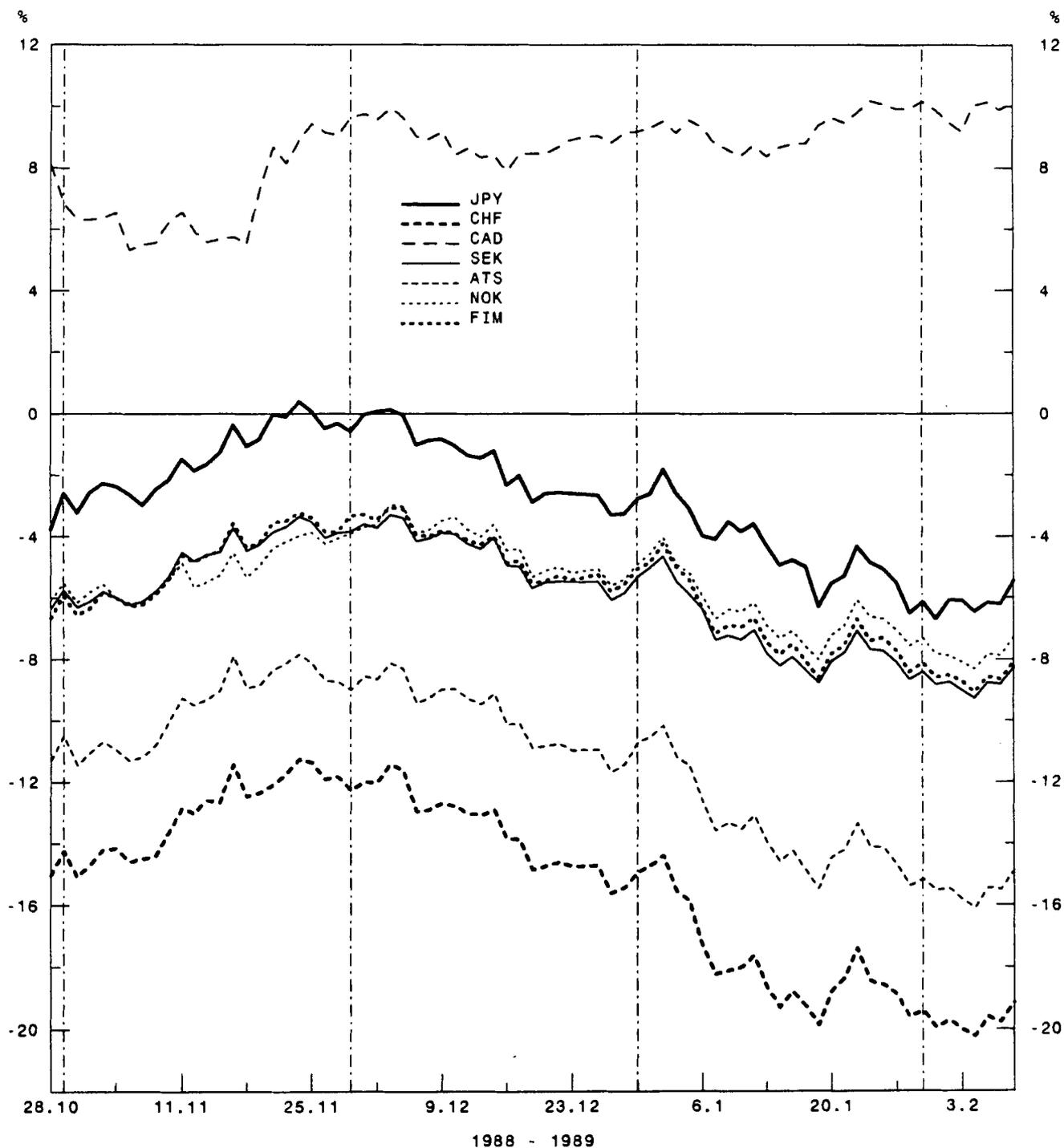
EVOLUTION OF THE ECU, THE MIDDLE RATE OF THE CURRENCIES PARTICIPATING IN THE EXCHANGE RATE MECHANISM OF THE EMS, AND THE CURRENCIES OF THE EEC CENTRAL BANKS WHICH DO NOT PARTICIPATE IN THAT MECHANISM, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



* See next page.

10.2.1989

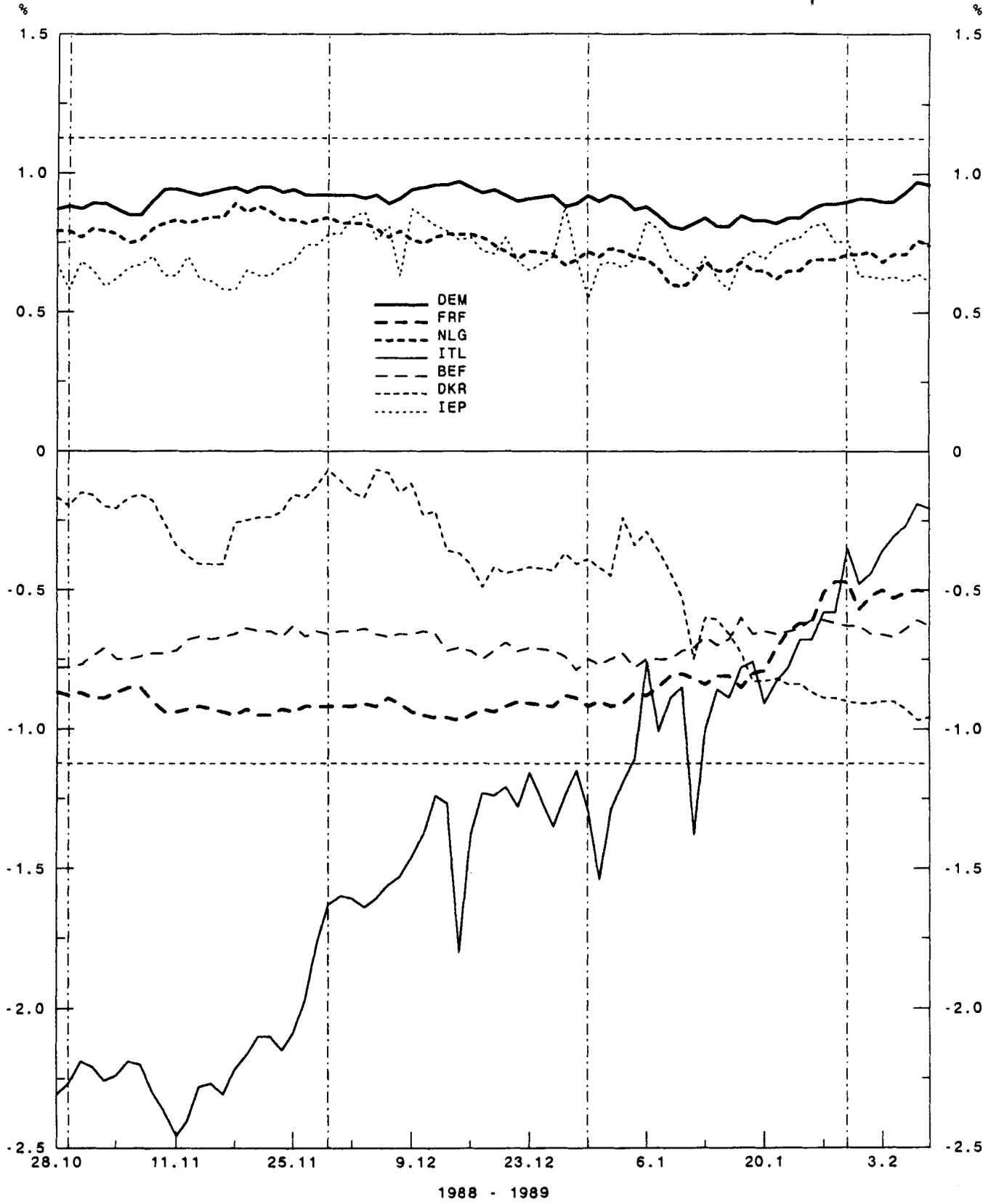
EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



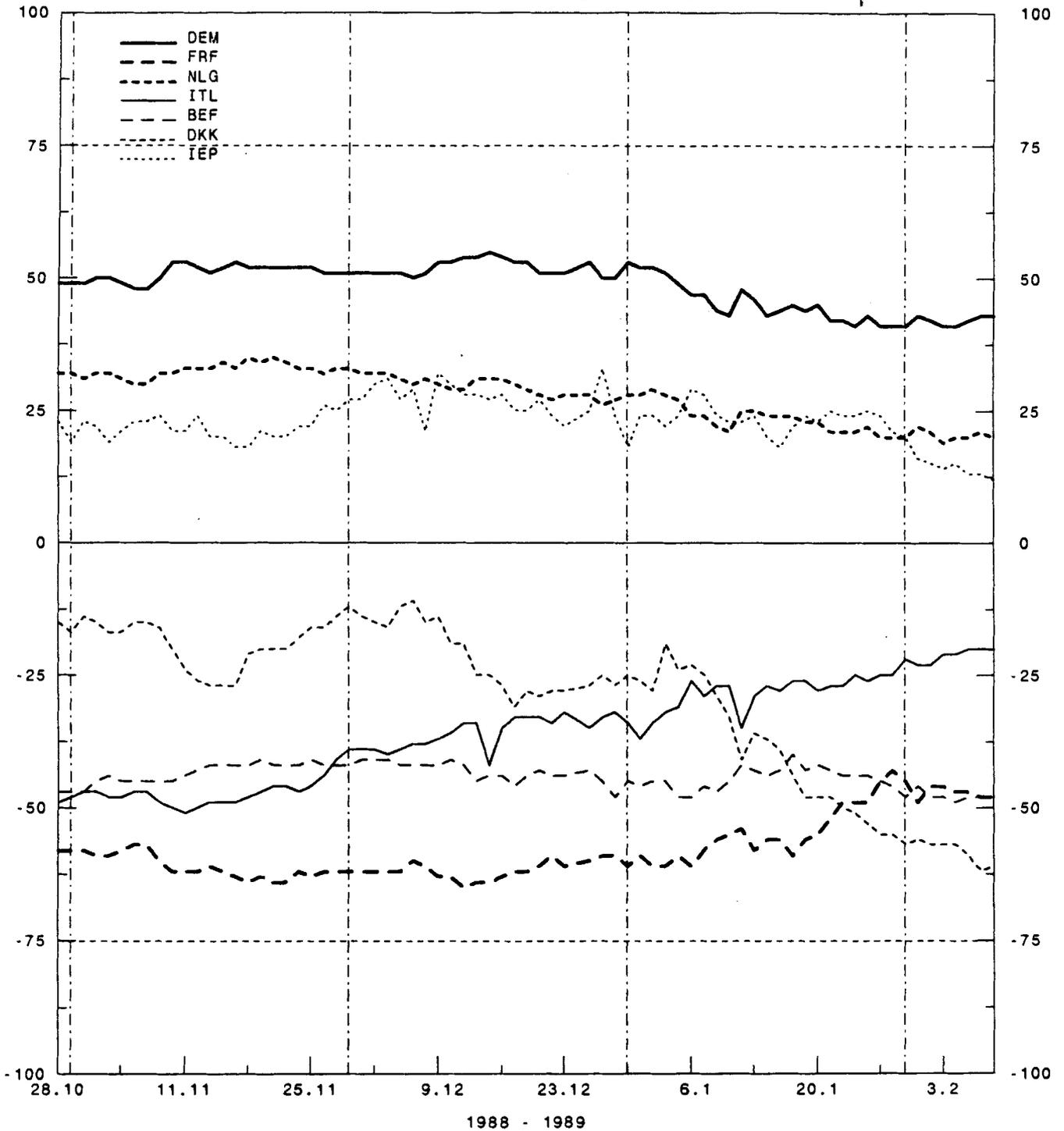
* ECU 0,767254; GBP 0,5346; GRD 126,2002; ESP 107,8498; PTE 130,0242; FIM 3,945; CAD 1,302; CHF 1,2775; JPY 121,4501; SEK 5,795; NOK 6,233; ATS 11,129; middle rate of the currencies participating in the EMS 0,77324. The middle rate of the currencies participating in the EMS represents the daily average 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%.

10.2.1989

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID



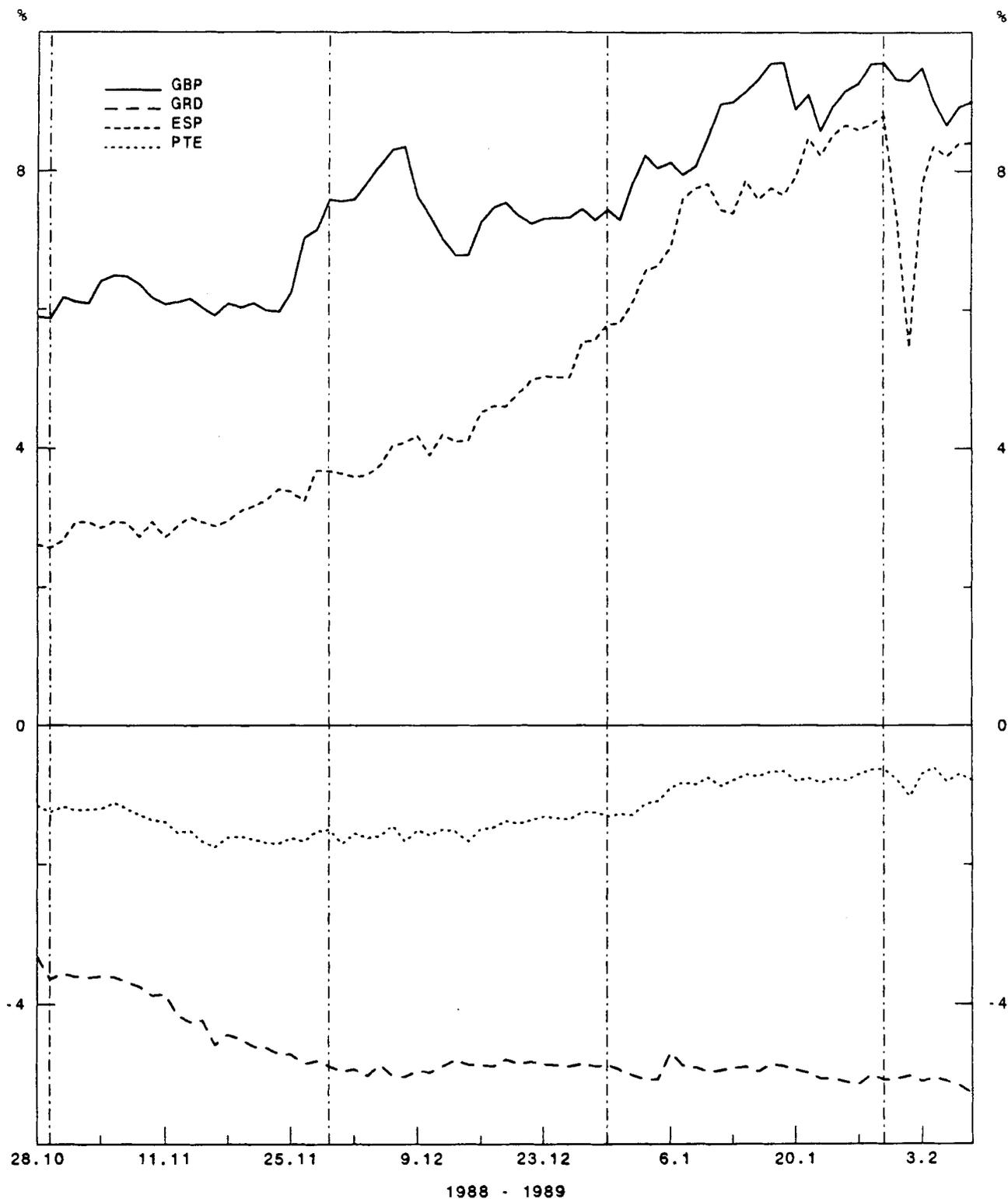
- EVOLUTION OF THE DIVERGENCE INDICATOR*



* 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.

10.2.1989

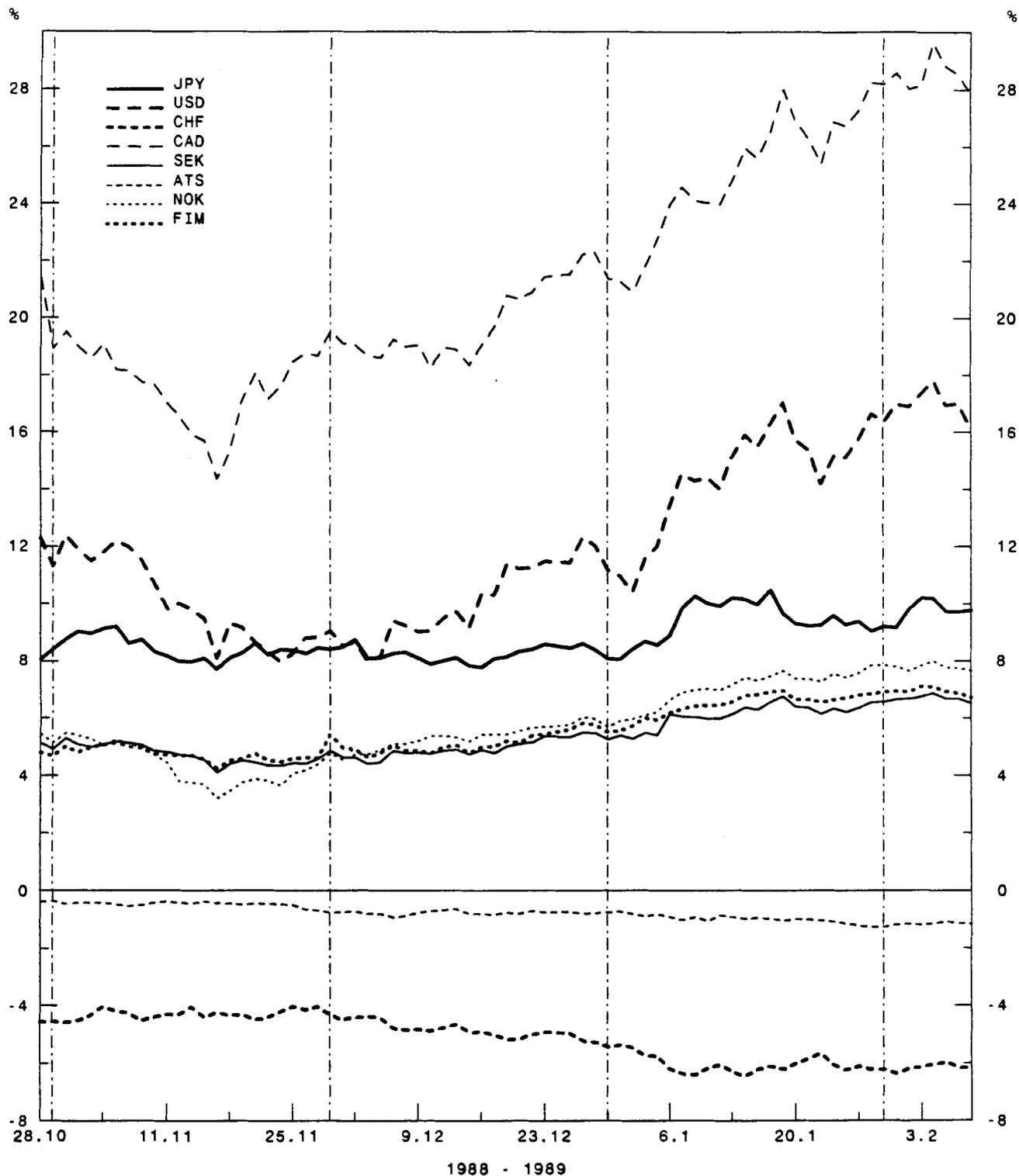
EVOLUTION OF THE POUND STERLING, THE GREEK DRACHMA, THE SPANISH PESETA AND THE PORTUGUESE ESCUDO, ON THE BASIS OF THE MARKET RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE ECU*



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

10.2.1989

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.

10.2.1989