

PROCES-VERBAL \*

DE LA 214<sup>e</sup> SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS  
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA  
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 14 AVRIL 1987 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Banca d'Italia et Président du Comité, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini, Maserà et Micossi; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Karamouzis; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Sánchez-Pedreño et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Benard; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Pego Marques; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Russo; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

---

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

I. Approbation du procès-verbal de la 213e séance

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans le texte définitif, le Comité approuve le procès-verbal de la 213e séance.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE:

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

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

- la relative stabilité du dollar vis-à-vis des monnaies du SME depuis la mi-janvier;
- la forte appréciation du yen, et à un degré moindre de la livre sterling, entre début mars et mi-avril;
- l'évolution des écarts de taux d'intérêt en faveur du dollar par suite des mouvements de hausse aux Etats-Unis et de baisse au Japon, au Royaume-Uni et dans quelques pays du SME;
- le volume énorme des interventions de soutien du dollar (plus de \$ 32 milliards en chiffres nets de début mars au 10 avril) dont environ 50% par la Banque du Japon et approximativement 10% par la Federal Reserve Bank of New York;
- l'absence de tensions au sein du SME et la situation relativement confortable des monnaies qui avaient été soumises à des pressions à la baisse avant le réalignement de janvier, ce qui a permis aux pays correspondants de bénéficier de reflux de capitaux très importants, notamment en France, Belgique et Danemark, et de réduire les taux d'intérêt;
- la diversification des techniques et monnaies d'intervention avec l'apparition de quelques ventes de yens contre dollars et, dans

le SME, la concentration sur le dollar et marginalement sur d'autres monnaies européennes, y compris des Ecus privés, lorsque la Deutsche Bundesbank a invité ses partenaires à s'abstenir d'acheter du deutsche mark pour éviter l'appréciation de celui-ci.

A. Exposé de M. Dini

Les Suppléants prennent note d'un certain nombre d'amendements mineurs au projet de rapport présenté par M. Dalgaard. Leurs remarques concernent surtout l'évolution récente dans les interventions officielles des pays participant à la concertation - interventions destinées à soutenir le dollar EU et à enrayer la hausse du yen. Il est noté qu'en mars ces interventions ont atteint une ampleur sans précédent (quelque \$EU 21 milliards), portant ainsi le montant total des interventions nettes à \$EU 37 milliards environ au premier trimestre de 1987. Ce dernier chiffre est probablement supérieur au déficit des paiements courants des Etats-Unis durant la même période, ce qui veut dire que les flux nets de capitaux privés vers les Etats-Unis sont devenus négatifs. La question est donc posée de savoir si les écarts actuels de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et les autres grands marchés des capitaux sont suffisants pour garantir des entrées de fonds adéquates aux Etats-Unis. D'une manière plus générale, il est souligné que les interventions ne sont guère efficaces si elles ne sont pas complétées par des signaux cohérents des politiques générales internes.

Certains Suppléants se demandent également s'il ne serait pas approprié dans certaines circonstances, en vue de restaurer une perception de risque à deux directions sur le marché des changes, d'essayer de renforcer le dollar par des interventions officielles lorsque les pressions s'atténuent sur le marché, au lieu d'intervenir dans le cadre d'une stratégie consistant à naviguer "vent debout". Cette dernière approche peut s'avérer efficace si elle s'accompagne de signaux cohérents, ce qui ne semble pas être le cas à présent, alors que les Etats-Unis comme le Japon, par exemple, se trouvent aux prises avec des problèmes internes très complexes.

Les Suppléants constatent que l'un des principaux facteurs à l'origine de l'évolution récente sur les marchés des changes paraît être le changement d'attitude des investisseurs japonais et des gestionnaires de

portefeuilles qui semblent à présent redouter de nouvelles pertes de change sur les actifs en dollars et intensifient leur diversification des avoirs en monnaies. Pour l'instant, les opérateurs japonais paraissent essentiellement attirés par les dollars canadien et australien, les actifs en livres sterling (fonds d'Etat) et des monnaies du SME à rendement élevé, mais dans une faible mesure seulement par les avoirs en deutsche marks. Une accélération des placements japonais en deutsche marks pourrait entraîner une résurgence des tensions au sein du SME. Si une telle évolution se concrétise et/ou que les pressions à la baisse du dollar se poursuivent, il conviendrait d'envisager de manière pragmatique des mesures appropriées, y compris des modifications des taux d'intérêt ou des cours de change. Certains Suppléants se demandent s'il n'y aurait pas lieu d'étudier des lignes d'action possibles en anticipant sur l'évolution, en vue de réagir de manière plus coordonnée lorsque les pressions sur les cours de change se font sentir.

En réponse à une remarque spécifique formulée par l'un des Suppléants concernant le désir des autorités allemandes de voir les autres banques centrales de la CEE s'abstenir d'acheter des deutsche marks, il a été noté que les acquisitions de deutsche marks dans le cadre d'interventions à l'intérieur des marges ne sont pas souhaitables dans les circonstances actuelles, si l'on veut éviter un renforcement de la monnaie allemande tant vis-à-vis du dollar EU que des autres monnaies du SME, et aider ainsi au maintien de la cohésion au sein du système.

La question des interventions européennes en yens a également fait l'objet de discussions. A cet égard, bien que de telles interventions puissent être utiles si le marché se rend compte qu'elles sont coordonnées, les Suppléants se montrent préoccupés pour plusieurs raisons:

- il semble difficile de demander aux banques centrales européennes d'emprunter des yens pour protéger des monnaies autres que la leur;
- le risque de taux de change encouru en vendant des yens empruntés contre dollars serait supporté par les banques centrales intervenantes;
- en outre, les banques centrales européennes interviendraient sans être en mesure d'influencer les politiques des deux pays directement concernés.

Les autorités américaines sont naturellement favorables à des interventions des banques centrales européennes sur le marché yen/dollar. Il a été mentionné que le problème des interventions en yens a été discuté de manière bilatérale entre certaines banques centrales du SME et le Japon. A ce sujet, il est fait remarquer que c'est à la Réserve fédérale qu'il devrait incomber d'examiner la question des emprunts en yens et en autres monnaies, ce qui atténuerait ainsi la charge d'intervention imposée aux autres banques centrales qui doivent accumuler des avoirs en dollars et supporter le risque de change qui en résulte.

Dans le cadre de leur discussion sur le yen, les Suppléants ont bénéficié d'une présentation, faite par le Conseiller économique de la BRI, sur l'évolution récente des balances des paiements, des taux d'intérêt et des cours de change essentiellement entre l'Allemagne et le Japon. Si le Comité en est d'accord, M. Bockelmann pourrait soumettre ses considérations aux Gouverneurs à ce stade des discussions.

#### B. Exposé de M. Bockelmann

Dans l'examen de la question du taux de change du yen à l'égard des monnaies européennes, le deutsche mark a été considéré comme représentatif des monnaies du SME. Le recours à une moyenne pondérée comme l'Ecu compliquerait les calculs sans fournir des informations plus complètes ni meilleures.

Quand le dollar a commencé son long repli, en février-mars 1985, le yen et le deutsche mark ont évolué quelque temps de façon largement parallèle: le taux de change yen/DM est demeuré relativement stable à l'intérieur d'une fourchette de 78-82 yens pour un deutsche mark jusqu'en mars 1986 (à l'exception de juillet-septembre 1985). Depuis lors, trois phases distinctes ont été observées:

- a) d'avril à juillet 1986, le yen s'est apprécié d'environ 5% vis-à-vis du deutsche mark;
- b) de juillet 1986 à fin février 1987, le deutsche mark s'est valorisé de quelque 15% à l'égard du yen;
- c) depuis la fin de février 1987, donc après l'Accord du Louvre, ce mouvement s'est inversé; le taux de change yen/DM est revenu à l'intérieur de la fourchette de 78-82 yens pour un deutsche mark.

De la sorte, on pourrait penser qu'il ne subsiste donc pas de sujet de préoccupation. Il serait cependant utile d'adopter une perspective plus longue. Avant février 1985, il existait une tendance à plus long terme à la baisse du deutsche mark par rapport au yen. Ajusté en fonction des écarts de variation des coûts de main-d'oeuvre par unité produite, le deutsche mark était tombé en février 1985 à environ 20% au-dessous de sa moyenne de 1981-82 vis-à-vis du yen. La monnaie japonaise s'est appréciée en termes réels à l'égard du deutsche mark depuis 1980, avec une brève interruption entre 1981 et 1982.

En dépit de cette valorisation "réelle" du yen, l'excédent commercial du Japon envers l'Allemagne et les autres pays membres de la CEE s'est très fortement gonflé ces dernières années (voir tableau 1). En 1986, particulièrement, cet excédent vis-à-vis de l'Allemagne était, exprimé en dollars, supérieur de quelque 55% à son niveau de l'année précédente; vis-à-vis de l'ensemble des pays de la CEE, la progression n'était que légèrement inférieure.

Il est vrai que les soldes des échanges commerciaux bilatéraux ne décrivent pas complètement la situation, mais, sur les marchés tiers, les exportateurs japonais ont également réalisé de bons résultats comparés à ceux de leurs concurrents de la CEE.

L'amélioration des performances commerciales de l'économie japonaise ces dernières années, malgré la perte apparente de compétitivité à l'égard de l'Allemagne (et d'autres pays du SME), met en relief les limites des comparaisons statiques entre pays, fondées sur les prix et les coûts, dans un monde caractérisé par la rapidité des mutations et de la croissance technologiques. De telles comparaisons sont établies sur des moyennes valables pour l'économie dans son ensemble. Un accroissement de la productivité, largement supérieur à la moyenne dans le secteur des biens faisant l'objet d'échanges internationaux, de même qu'une avance décisive dans le développement et la commercialisation de nouveaux produits, peuvent avoir sur la compétitivité internationale un impact dont ne rendent pas compte les comparaisons en termes de taux de change réels.

L'appréciation du yen (sur une base nominale) au cours des dernières années a plus que compensé la prime en faveur des taux d'intérêt (nominaux) allemands par rapport aux taux japonais. A posteriori, il s'avère que le yen était un meilleur placement que le deutsche mark.

Si l'on considère que l'évolution du taux de change yen/DM jusqu'à février 1987 semblait grosso modo conforme à la fois aux considérations de rendement et aux tendances des balances des paiements, la stabilité de ce taux sur un peu plus de deux ans n'apparaît pas aussi normale qu'à première vue. La dépréciation temporaire du yen vis-à-vis du deutsche mark, qui vient seulement de s'inverser, était particulièrement préoccupante. Quelles pouvaient en être les causes? Celles-ci pouvaient-elles persister à produire leurs effets? Trois facteurs d'explication viennent à l'esprit:

a) L'économie japonaise, pour laquelle le dollar joue un bien plus grand rôle que pour l'Allemagne, semblait beaucoup plus sérieusement affectée que l'économie allemande, à la fin de l'été 1986, par la chute de la monnaie américaine. Les opérateurs paraissaient présumer, en conséquence, que les autorités japonaises seraient disposées à faire des concessions bien plus larges en matière de politique économique et monétaire et à consentir des efforts plus importants, afin d'éviter une nouvelle appréciation du yen par rapport au dollar. Fin octobre, cette attente sembla se trouver confirmée et renforcée par l'Accord Baker-Miyazawa visant à la stabilisation des parités yen/dollar, ainsi que par la réduction simultanée du taux d'escompte au Japon. Il est clair que ce facteur est moins opérant maintenant qu'au second semestre de 1986.

b) Les écarts de taux d'intérêt, eux aussi, ont évolué en faveur du deutsche mark en 1986, dans les compartiments à court et à long terme du marché. En outre, alors que l'inflation est très faible au Japon, la Banque du Japon a exprimé sa préoccupation au sujet de la forte expansion de la bourse et du vif enchérissement des terrains à Tokyo, qui seraient dus à un excès de liquidité.

c) Une perte de confiance des investisseurs japonais dans le dollar EU (conjuguée à un amenuisement de l'écart de taux d'intérêt à plus long terme dollar/DM peut avoir incité ceux-ci à se diversifier au plan international et à tenter de réorienter une partie de leurs (nouveaux) placements des Etats-Unis vers l'Allemagne. Ce mouvement tendrait à renforcer le deutsche mark contre le dollar et le yen.

Parmi ces causes, la troisième (c) est potentiellement la plus dangereuse. Etant donné la persistance d'énormes excédents de la balance des opérations courantes du Japon, et compte tenu des politiques de diversification des investisseurs japonais privés, les portefeuilles de valeurs étrangères

détenus par le secteur privé de l'économie japonaise (principalement sous forme de titres relativement liquides, et notamment sur les marchés américain et allemand) a atteint de très grandes proportions. Des tentatives visant à redistribuer ces placements en faveur d'autres pays, et de l'Allemagne en particulier, même si elles ne touchaient ces investissements que de façon marginale (pour les nouvelles opérations), pourraient, dans un climat de grande incertitude quant aux taux de change, entraîner des pressions à la hausse du deutsche mark par rapport au dollar et au yen. En d'autres termes, le véritable danger est le fort potentiel de diversification des investisseurs japonais qui pourraient préférer les actifs en DM aux avoirs en yens et en dollars. Si l'on compare les perspectives de performances commerciales et d'inflation, les taux d'intérêt à long terme en Allemagne ne semblent peut-être pas assez élevés en eux-mêmes pour rendre profitables des placements de portefeuille massifs et durables dans ce pays. Néanmoins, un changement d'appréciation quant aux perspectives de la monnaie américaine et la volonté de minimiser le risque de taux de change lié au dollar pourraient provoquer, à court terme, des mouvements de grande ampleur de placements japonais vers les actifs en DM et entraîner une nouvelle appréciation du DM à l'égard du yen.

Peut-être serait-il donc utile d'examiner de plus près le comportement des portefeuilles de placements japonais. Les sorties nettes de capitaux à long terme enregistrées au Japon ont atteint \$65 milliards en 1985, un record à l'époque; les achats nets d'obligations étrangères représentaient presque la totalité de ce montant. En 1986, les sorties nettes de capitaux à long terme ont totalisé \$132 milliards. En 1985, même durant les périodes de repli du dollar, les activités de placement en obligations des investisseurs japonais étaient essentiellement concentrées sur le compartiment des titres libellés en dollars. A vrai dire, les investisseurs japonais considéraient la faiblesse du dollar en 1985 comme une circonstance propice aux achats.

Il n'en a pas été de même en 1986. Quoique nous n'ayons pas encore de données détaillées sur les acquisitions d'obligations étrangères par les Japonais, une certaine diversification apparaît s'être effectivement produite au détriment des valeurs libellées en dollars. Dans la période la plus récente, il semble qu'elle ait touché les marchés obligataires dont les rendements sont plus élevés que ceux du marché japonais, comme les emprunts d'Etat britanniques et les compartiments des dollars canadien et australien. L'intérêt



porté aux avoirs en DM est dû non seulement à des considérations de rendement, mais aussi à la stabilité de cette monnaie par rapport au yen.

Le niveau des taux de marchés des obligations de l'Etat japonais explique en partie cet intérêt accru envers les obligations étrangères. Les taux à long terme ont fléchi notablement - selon les critères japonais - en février. Le rendement moyen de l'obligation d'Etat à dix ans s'est inscrit à 4,87%, son minimum depuis la guerre.

Les investisseurs japonais sont attirés depuis quelque temps par les obligations émises avec des coupons élevés. (Cela explique que, parfois, des obligations assorties de coupons plus substantiels aient eu des rendements à l'échéance plus bas que des obligations semblables assorties de coupons plus faibles - ce qu'on dénomme "effet inversé de coupon" - reverse coupon effect".) Cela est une des raisons pour lesquelles les investisseurs japonais ont préféré ces dernières années le marché des obligations du Trésor américain. Actuellement, l'"émission de référence" sur le marché japonais (89e émission, dite "benchmark issue", venant à échéance en 1996) est dotée d'un coupon de seulement 5,1%. Par comparaison, les émissions étrangères à coupon plus élevé - comme les emprunts d'Etat britanniques - sont très attrayants.

Le marché obligataire allemand est de plus en plus devenu un refuge pour les fonds étrangers, y compris japonais. Il a suscité un intérêt croissant à partir de 1984, quand a été supprimée la retenue à la source (de 25%) appliquée aux coupons des valeurs détenues par des étrangers. Récemment, l'activité étrangère sur le marché obligataire allemand a été effectivement intense. Pour le quatrième trimestre de 1986, on estime que les acquisitions d'obligations allemandes par les non-résidents se sont élevées à DM 15,4 milliards, soit quelque 90% du total des achats d'obligations allemandes. Pour la plupart, ces acquisitions ont porté sur des valeurs publiques, notamment les titres de l'Etat fédéral. La Bundesbank estime que les quatre-cinquièmes des emprunts du secteur public sur le marché obligataire ont été financés par des investisseurs étrangers. On a également constaté un intérêt pour les achats étrangers d'actions allemandes.

Cela montre à quel point les marchés financiers se sont internationalisés et de quelle façon les monnaies sont sujettes à des fluctuations dues à des modifications dans les préférences des investisseurs. De toute évidence, il est difficile de deviner si les investisseurs japonais conserveront, comme par le passé, un intérêt pour les titres libellés en dollars et

de connaître les autres actifs étrangers qu'ils pourraient considérer comme de bonnes solutions de rechange pour leurs portefeuilles. On ne peut non plus savoir s'ils exigeront une prime de taux d'intérêt plus forte afin de compenser le risque de change lié à la détention de titres libellés en dollars. On note que, tout récemment, les taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis ont monté, au moment où les taux allemands à long terme baissaient et où le dollar se dépréciait davantage vis-à-vis du yen.

Considérant l'évolution à plus long terme des échanges commerciaux, il apparaît clairement qu'un repli du yen par rapport aux monnaies du SME ne serait pas souhaitable; à n'en pas douter, il renforcerait grandement les pressions protectionnistes dans les pays membres du SME et ajouterait aux difficultés que rencontrent ces pays pour s'adapter à un dollar plus faible et pour assurer, même à des niveaux modestes, une certaine croissance économique.

### C. Discussion du Comité

M. Pöhl considère que l'appréciation du yen à l'égard des monnaies européennes pourrait être jugée souhaitable si l'on regarde la situation des balances commerciales entre les pays de la CEE et le Japon et si l'on tient compte que le yen ne fait que retrouver son niveau du printemps de 1986. Toutefois, cette évolution soulève des problèmes. En premier lieu, les marchés pourraient penser que l'Accord du Louvre bat de l'aile et les tensions pourraient se propager du yen sur les monnaies européennes et notamment le deutsche mark. Pour l'instant, les achats énormes de dollars ont permis de contenir ce danger. En second lieu, la polarité dollar/yen a des conséquences sur les taux d'intérêt; une augmentation sensible a eu lieu aux Etats-Unis, ce qui est défavorable pour l'expansion économique dans ce pays et pour la dette du tiers monde. Les Américains sont, en outre, intervenus sur le marché des changes, achetant des dollars contre yens pour plus de 3 milliards, soit des montants sans précédent; mais il l'ont fait subrepticement alors qu'il aurait été mieux de le faire savoir pour impressionner davantage les marchés. Ce désir de secret s'explique peut-être par la crainte que le Congrès américain et l'opinion publique soient troublés par une action visant à empêcher une appréciation du yen au moment où on parle d'une guerre commerciale avec le Japon.

En Allemagne, on s'inquiète de la possibilité d'un déversement des capitaux japonais non plus sur New York mais sur l'Europe. Le Royaume-Uni a déjà observé quelques afflux qui ont permis de reconstituer les réserves officielles et d'abaisser les taux d'intérêt. Un déversement massif sur l'Allemagne aurait des conséquences dommageables. D'après les chiffres disponibles, ce n'est pas encore le cas. Les entrées de capitaux à long terme ont fortement baissé en février (DM 600 millions) après le chiffre record de janvier (DM 12 milliards) imputable largement à la spéculation sur un réalignement. Le mouvement a dû reprendre en mars; s'il n'apparaît pas très important, il reste néanmoins un danger en puissance d'un changement de cap massif des capitaux japonais.

Après l'Accord du Louvre, le calme qui est revenu sur le marché des changes a dispensé la Deutsche Bundesbank d'intervenir; celle-ci est toutefois intervenue depuis mars pour des montants limités et pour des raisons symboliques en achetant du dollar contre yen. L'absence de ce dernier dans les réserves officielles et le désir de ne pas tirer sur le réseau de swaps avec la Banque du Japon ont fait que la Bundesbank a acheté des yens contre dollars à la Danmarks Nationalbank qui, en l'occurrence a fait un geste de solidarité pour la stabilisation du système. Ces yens étant ensuite vendus contre dollars, il se développe donc un petit jeu de carrousel et, en définitive, ce sont les Japonais qui achètent les yens. On peut se demander pendant combien de temps les Japonais peuvent continuer de la sorte et on peut être préoccupé des effets inflationnistes même si les autorités disent qu'elles stérilisent les incidences de leurs interventions sur la liquidité interne.

Un creusement des différentiels de taux d'intérêt pourrait contribuer à la stabilisation des cours de change. A cet égard, on peut apprécier le relèvement des taux américains et on peut se demander si l'Europe pourrait apporter une certaine contribution en faisant baisser ses taux. La Bundesbank pourrait exploiter une certaine marge de manoeuvre, toutefois celle-ci est limitée car les taux sont déjà bas en Allemagne (ceux du marché monétaire sont inférieurs aux taux du marché japonais) et un courant d'opinion croissant se développe en Allemagne contre une politique à la japonaise contenant en germe un grand risque inflationniste à plus ou moins long terme. D'autres pays européens pourraient aussi faire un effort; il est possible que les

capitaux quittant le dollar se dirigent vers des monnaies de la CEE, encouragés par la libération des mouvements de capitaux et des taux d'intérêt intéressants.

M. Hoffmeyer indique que la fourniture de yens à la Deutsche Bundesbank n'est effectivement pas une bonne affaire pour la Danmarks Nationalbank mais qu'elle a été faite afin de permettre des interventions intramarginales utiles. L'Accord du Louvre a probablement prévu une stabilisation des relations de change dollar/deutsche mark et dollar/yen et il serait souhaitable de faire comprendre aux Japonais qu'il serait contraire à l'intérêt de l'Europe de voir le yen se déprécier à l'égard des monnaies communautaires.

M. Pöhl précise que l'Accord du Louvre vise effectivement à une stabilisation des deux pôles dollar/deutsche mark et dollar/yen. La dépréciation du yen vis-à-vis des monnaies européennes n'est certainement pas dans l'intérêt de l'Europe. En fait, la monnaie japonaise s'est appréciée mais, si ce mouvement se poursuit, on pourrait donner l'impression que l'Accord du Louvre n'a aucun sens. Les Américains sont d'ailleurs préoccupés de cette évolution et incitent les Européens à intervenir sur le marché du yen; ils sont préoccupés en particulier par l'augmentation des taux d'intérêt internes qui est entraînée par la faiblesse du dollar et qui est une menace pour la conjoncture de l'économie des Etats-Unis.

M. Duisenberg se réfère à la remarque de M. Pöhl sur les risques que les investisseurs japonais se tournent vers les monnaies européennes et notamment le deutsche mark et créent ainsi des tensions au sein du SME. Il rappelle que, lorsque les taux d'intérêt ont été abaissés en janvier 1987 en Allemagne, les autorités de ce pays ont estimé souhaitable que les autres pays du SME ne suivent pas ce mouvement, au moins immédiatement, afin de creuser les différentiels de taux et de contribuer de la sorte, ce qui a été le cas, à la stabilité du système. M. Pöhl semble suggérer maintenant que les pays à taux d'intérêt élevés réduisent quelque peu ces derniers, mais on peut alors craindre qu'en amenuisant les différentiels de taux à l'intérieur du SME et dans l'hypothèse où des capitaux japonais importants viendraient en Europe, on voit réapparaître des tensions comparables à celles qui ont créé tant de problèmes au second semestre de 1986.

M. Pöhl reconnaît qu'il existe une contradiction. D'une part, on s'inquiète d'arrivées éventuelles de capitaux en Europe - c'est actuellement

la crainte la plus évidente - et si cela se produit, le deutsche mark ne serait pas la seule cible, d'autres monnaies, comme la livre sterling l'a déjà expérimenté pourraient être touchées. Il en résulterait une appréciation des monnaies européennes vis-à-vis du dollar peu désirable, et un moyen de l'éviter serait d'amorcer une baisse des taux d'intérêt européens. D'autre part, il existe le problème de la situation interne du SME mais pour l'instant on ne voit pas de tensions et pas de spéculation de nouveau réalignement - comme au second semestre de 1986. Il reste clair toutefois que les autorités allemandes doivent réfléchir soigneusement à l'action qu'elles peuvent entreprendre.

Le Président comprend de l'échange de propos entre MM. Pöhl et Duisenberg qu'étant donné qu'il n'y a pas de tensions actuellement dans le SME il serait préférable d'opérer un déclin généralisé des taux d'intérêt européens à titre préventif vis-à-vis d'arrivées de capitaux japonais.

M. de Larosière observe que le différentiel de taux d'intérêt à court terme entre les Etats-Unis d'une part et le Japon et l'Allemagne d'autre part a baissé pendant le second semestre de 1986, période au cours de laquelle la baisse du dollar vis-à-vis des monnaies européennes s'est accentuée. Il y a sûrement une relation causale entre ces deux phénomènes même si elle n'est pas absolue. Ces différentiels sont en train d'augmenter depuis fin 1986 sous le double effet d'une remontée des taux aux Etats-Unis et d'un repli dans d'autres pays.

On peut penser toutefois que, étant donné les perturbations sur les marchés des changes et les grands déséquilibres des balances des paiements entre les Etats-Unis et le Japon, les différentiels actuels, au demeurant petits par rapport à des périodes plus anciennes, ne suffiront pas à contrecarrer les tendances du marché. Comment alors améliorer ces différentiels tout en ne dégradant ni l'économie mondiale, ni l'inflation? Est-il de l'intérêt des Etats-Unis, de l'Europe et du monde de voir les taux américains se tendre davantage, étant donné qu'aux Etats-Unis on observe depuis quelques semaines une progression plus modérée de la masse monétaire, une certaine incertitude sur la consommation et un début de réorientation de la production américaine vers les exportations. Il est vrai que la progression de ces dernières tend à fléchir du fait que les marchés extérieurs sont moins porteurs? Il n'est pas facile de répondre affirmativement à cette question et il semblerait souhaitable qu'une détente des taux se produise ailleurs qu'aux Etats-Unis. On peut noter

à cet égard que le taux à long terme des obligations publiques au Japon est, à l'heure actuelle, de l'ordre de 5% ce qui, compte tenu d'une inflation négative, donne un taux réel encore supérieur et un des plus élevés de l'histoire récente du Japon. Un tel taux est peu compatible avec la notion d'une nécessaire réorientation vers l'extérieur des excédents de la balance des paiements japonaise et on peut se demander si, du côté japonais, en particulier, et peut-être aussi du côté européen, il n'existe pas une certaine marge de manoeuvre à la baisse des taux d'intérêt.

M. Pöhl partage l'analyse de M. de Larosière et estime, comme lui, que maintes considérations parlent contre une nouvelle remontée des taux d'intérêt aux Etats-Unis et que plutôt une légère détente au Japon et en Europe pourrait être souhaitable. Toutefois, deux réserves doivent être exprimées.

En premier lieu, les taux à long terme ne sont pas contrôlés en Allemagne par les autorités monétaires; ils peuvent apparaître élevés sur la base du taux d'inflation actuel mais il faut voir que ce taux n'est pas pris en compte par les investisseurs. La politique monétaire menée actuellement par plusieurs banques centrales, y compris la Deutsche Bundesbank, frise un seuil où de nouvelles anticipations inflationnistes peuvent réapparaître et, en Allemagne par exemple, la fourchette fixée pour l'objectif d'expansion monétaire a été nettement dépassée en 1986 et celle-ci est encore très vive. Il faut donc prendre garde qu'une action visant à faire baisser les taux du marché pourrait susciter une certaine méfiance et produire un effet contraire sur les taux à long terme.

La seconde réserve tient essentiellement au fait que les taux officiels en Allemagne et au Japon sont déjà très bas, quasiment des niveaux records, et que la marge disponible est donc très étroite. En outre, on a constaté que la tension des taux américains à long terme s'est répercutée sur les taux allemands alors que ceux-ci devraient plutôt se réduire, étant donné les anticipations de change favorables au deutsche mark. Par ailleurs, il y a lieu de rappeler qu'en 1986 des entrées de capitaux énormes ont eu lieu en Allemagne, ce qui n'est pas cohérent avec un fort excédent courant. Cela a fait baisser quelque peu les taux d'intérêt mais a amené les investisseurs allemands à ne plus acheter de titres nationaux à long terme alors que les étrangers s'intéressent à ces titres essentiellement pour le gain de change escompté.

M. Hoffmeyer souligne qu'en se montrant réticents à prendre un risque sur le dollar et en orientant leurs capitaux vers l'Europe, les Japonais font retomber le risque sur notre continent (particuliers et banques centrales). D'autre part, même si l'on ne souhaite pas voir les taux d'intérêt américains se tendre, une hausse paraît logique étant donné l'ampleur de l'endettement des Etats-Unis.

Le Président clôt l'échange de vues, qu'il juge très intéressant, franc et éclairant, par les quelques considérations ci-après. La situation n'est pas dramatique; elle comporte néanmoins des aspects préoccupants, plutôt potentiels que réels, mais qui pourraient se matérialiser éventuellement assez rapidement. Les Gouverneurs sont d'accord pour dire qu'ils attachent une grande importance à l'Accord du Louvre et à sa réalisation; ils tiennent beaucoup à renforcer le mécanisme de change du SME et à surveiller étroitement l'évolution des taux d'intérêt. Les rapports du "Groupe Dalgaard" devront centrer leur attention sur ces questions et aussi sur la relation dollar/yen qui doit toujours être à l'arrière-plan des raisonnements.

M. Dini informe le Comité de deux questions qui ont été traitées par les Suppléants sur la base d'indications fournies par M. Dalgaard.

1. Demande de la Finlands Bank de participer à la concertation entre banques centrales

Le Gouverneur Kullberg de la Finlands Bank demande de manière officieuse si le Comité des Gouverneurs de la CEE serait disposé à réserver un accueil favorable à une demande officielle de la Finlands Bank de prendre part à la procédure de concertation des changes.

M. Dalgaard a expliqué que, à la suite de certaines réformes, le marché de changes finlandais fonctionne pour l'essentiel selon les mêmes règles que les autres marchés occidentaux et il estime que leur participation au groupe devrait être considérée favorablement.

Il a été noté que cette participation permettrait à la Finlands Bank d'avoir connaissance de chiffres confidentiels sur les interventions quotidiennes, mais il n'apparaît pas que la proximité géographique de la Finlande et de l'Union soviétique puisse donner matière à préoccupation à cet égard. Il a également été noté que la Finlande est probablement le

dernier candidat possible dans un avenir prévisible (à l'exception peut-être de la Turquie, surtout si ce pays devient membre de la CEE), de sorte que la question de savoir où fixer les limites ne constitue pas un problème essentiel.

Les Suppléants recommandent donc de donner une suite favorable à la requête officielle que la Finlands Bank soumettra au Comité des Gouverneurs en vue de prendre part à la procédure de concertation.

2. Choix du lieu d'installation du commutateur central du nouveau système de téléconférence

M. Dalgaard a indiqué que les techniciens de la Bundesbank ont terminé l'étude, entreprise à la demande des Suppléants, au sujet des coûts relatifs de la location de lignes, sur le choix de l'emplacement du commutateur central du nouveau système de téléconférence-concertation, à savoir Francfort, Bruxelles ou Londres. Cette étude fait apparaître que, sur une base globale, les coûts de location sont pratiquement identiques. Pour des raisons de maintenance toutefois, il semble plus avantageux que le commutateur central soit situé dans le pays de l'entreprise qui fabrique le système (Telenorma AG), c'est-à-dire à Francfort.

Un certain nombre de Suppléants désirent bénéficier d'un délai de réflexion et prendre l'avis de leurs propres experts techniques sur cette question. Il a été décidé d'ajourner cette décision jusqu'aux réunions de mai où un choix ferme devrait toutefois être fait de manière à ne pas retarder la mise en place du système.

En conclusion, il a été demandé à M. Dalgaard de résumer dans une brève note les arguments en faveur des différentes solutions; ce document pourrait ensuite servir de base à des consultations informelles entre les banques centrales en vue de parvenir à un consensus.

Le Président constate l'avis favorable du Comité sur la demande de la Finlands Bank de participation à la concertation et l'accord pour renvoyer au mois de mai la décision sur la question du central du réseau téléphonique en espérant que les différents éclaircissements et consultations permettront d'atteindre un consensus; il constate en outre l'approbation du "rapport concertation" qui sera transmis, comme d'ordinaire, aux Ministres des Finances des pays de la CEE.



### III. Suivi de la Réunion informelle des Ministres des Finances de la CEE à Knokke

Le Président indique que, les Gouverneurs ayant tous participé à la réunion de Knokke, un rappel historique ne s'impose pas. Il y a lieu toutefois de souligner que la compétence des Gouverneurs en ce qui concerne les questions de change a été pleinement confirmée, compétence qui est d'ailleurs consacrée dans l'Accord du 13 mars 1979 sur le SME signé par les Gouverneurs.

#### A. Exposé de M. Dini

A la suite de l'examen par le Conseil ECOFIN du rapport présenté par le Président du Comité des Gouverneurs, il apparaît que, parmi les points essentiels figurant dans ce rapport, une attention particulière peut être accordée au renforcement des procédures de surveillance visant à identifier les causes des tensions dans le mécanisme de change du SME ainsi qu'à la coordination des interventions.

Il a été noté à cet égard que la surveillance devrait s'effectuer de manière continue et qu'un système amélioré devrait chercher à donner aux autorités les moyens d'identifier à l'avance les sources de tensions possibles ainsi que l'action permettant d'y faire face.

L'un des Suppléants a suggéré, pour améliorer le système de surveillance, d'élargir le rapport mensuel du "Groupe Dalgaard" sur les marchés des changes de manière à englober l'évolution des écarts de taux d'intérêt au sein de la CEE et vis-à-vis du dollar EU et du yen, ainsi qu'une analyse des interventions. Cependant, d'autres Suppléants, parmi lesquels M. Dalgaard lui-même, font remarquer que la préparation du rapport mensuel fait intervenir des représentants de banques centrales non membres de la CEE, que ce rapport est consacré à l'examen de l'évolution passée et qu'il est régulièrement transmis aux Ministres des Finances de la CEE ainsi qu'aux autres banques centrales participant à la concertation. Pour toutes ces raisons, il paraît approprié de laisser la structure de ce rapport inchangée et de traiter les autres questions à part dans le cadre d'un bref rapport oral destiné au Comité des Gouverneurs de la CEE.

Les Suppléants font remarquer que le fait d'accorder une attention spéciale à un système de surveillance ne signifie pas que les autres questions

apparues lors des discussions antérieures, notamment celles qui concernent l'Ecu et ses limites d'acceptation, l'utilisation des autres monnaies dans les interventions et les politiques de taux de change vis-à-vis des monnaies tierces, ne continueront pas à être étudiées au cours des mois à venir.

Le représentant de la Commission a rappelé que le Comité monétaire a été invité à réexaminer le rôle possible de l'indicateur de divergence dans le SME, à la fois dans le cadre d'un système élargi d'indicateurs pour la surveillance et en fonction de l'accès au crédit du SME qui pourrait être étendu aux interventions à l'intérieur des marges. Il a indiqué également que le Président Delors a l'intention de présenter en octobre un projet pour une nouvelle directive sur la libération des capitaux.

En ce qui concerne le programme de travail du Comité des Gouverneurs pour les prochains mois, il a été noté que M. Eyskens avait insisté pour obtenir des propositions concrètes dès la session de juin du Conseil ECOFIN, mais que le Président du Comité a indiqué que les conclusions des Gouverneurs seraient présentées lors de la réunion informelle du Conseil en septembre. A cet effet, il est envisagé que:

- les deux groupes d'experts présentent leur rapport pour fin mai/début juin; ces documents pourraient être examinés par les Suppléants le 14 juin, c'est-à-dire la veille de l'Assemblée générale de la BRI;
- les Suppléants s'efforceraient de définir les grandes lignes d'un rapport oral à soumettre par le Président du Comité des Gouverneurs au Conseil ECOFIN du 15 juin ainsi qu'un projet du rapport définitif que les Gouverneurs pourraient examiner lors de la séance du 14 juillet;
- le rapport des Gouverneurs serait mis sous sa forme définitive lors de la séance de septembre et présenté lors de la réunion informelle du Conseil ECOFIN des 12 et 13 septembre 1987.

#### B. Discussion du Comité

Le Président indique tout d'abord que le Comité pourrait marquer son accord sur l'idée que le "Groupe Dalgaard" pourrait présenter, à côté du rapport concertation habituel, un bref rapport supplémentaire destiné aux Gouverneurs de la CEE et portant notamment sur les taux d'intérêt.

Le calendrier des travaux suggéré par les Suppléants pourrait être accepté, c'est-à-dire que le rapport définitif du Comité serait présenté à la réunion informelle des 13 et 14 septembre au Danemark et que le 15 juin le Président se bornerait à faire un nouveau rapport oral qui serait préparé par les Suppléants et exposerait l'état des travaux en cours.

M. Duisenberg rappelle que, à Knokke, les Ministres des Finances ont prévu de mettre l'accent sur les questions budgétaires de la Communauté et d'en discuter en mai et peut-être aussi en juin. On peut se demander donc s'il est nécessaire de présenter un nouveau rapport oral au Conseil ECOFIN de juin, ce qui entraîne une réunion supplémentaire des Suppléants en juin, et si un tel rapport ne pourrait pas attendre juillet, le rapport définitif étant ensuite présenté en septembre.

Le Président indique que, au départ, certains Ministres souhaitaient un rapport de fond sur le SME pour le mois de mai, les questions budgétaires n'étant abordées qu'en juin. Finalement, l'ordre a été inversé et le Président du Comité a dit clairement aux Ministres que les travaux engagés par les Gouverneurs demandent des mois et que le rapport en juin ne serait qu'oral et ne pourrait que présenter l'état d'avancement des travaux.

En ce qui concerne le fond, le Président rappelle brièvement les éléments contenus dans le rapport présenté aux Ministres et les indications fournies par les Suppléants. Le premier point du rapport oral, à savoir la procédure de réalignement, peut être considéré comme réglé. Pour le deuxième, le fonctionnement des mécanismes du SME, il s'agit d'examiner essentiellement les trois séries de possibilités mentionnées à la page 3 du rapport du 1er avril 1987 (version française). Il faudrait en outre tenir compte des remarques faites par plusieurs Gouverneurs, notamment MM. Pöhl, Duisenberg et Leigh-Pemberton sur les moyens pour rendre la spéculation plus risquée, sur les expériences des attaques spéculatives qui ont eu lieu dans le passé (leurs succès, leurs échecs et les enseignements à en tirer), sur l'importance accrue à accorder aux politiques de taux d'intérêt et sur les techniques d'intervention pour neutraliser les tensions. Les experts pourraient aussi traiter la question des indicateurs qui est toutefois examinée également par le Comité monétaire.

Les implications pour la politique monétaire de la libération des mouvements de capitaux sont en cours d'étude par le "Groupe Raymond" et, en

mars, M. Godeaux avait insisté sur la priorité qu'il convenait de donner à la stabilité des taux de change dans l'environnement nouveau de liberté accrue des flux de capitaux.

M. Russo rappelle que, lors des discussions à Knokke, d'autres points qui figurent notamment dans le Mémoire français présenté au Comité monétaire et dans la note de M. Delors, ont été évoqués. Il s'agit, en particulier, de la diversification des monnaies du SME utilisées dans les interventions et de l'acceptabilité de l'Ecu officiel. Ces points pourraient être aussi pris en considération par les experts.

M. Dini précise qu'il a déjà indiqué dans son compte rendu sur la discussion des Suppléants que ces derniers entendaient bien ne pas négliger toutes ces questions sur l'Ecu, les monnaies d'intervention et la politique de change à l'égard des monnaies tierces.

#### IV. Adhésion du Banco de España à l'Accord sur le SME

Le Président rappelle que le Gouverneur Rubio lui a adressé une lettre concernant le désir du Banco de España d'adhérer à l'Accord sur le SME, lettre qui a été communiquée aux Gouverneurs.

M. Rubio indique que, comme il est exposé dans sa lettre, le Banco de España souhaite adhérer à l'Accord du 13 mars 1979 et faire usage de l'article 17.1, 2e alinéa, de cet Accord. Les autorités espagnoles désirent faire converger leur économie vers celles des pays du SME et ensuite, dans un second stade, participer au mécanisme de change. La présente demande d'adhésion est précisément un pas vers cet objectif final. En ce qui concerne la procédure et le calendrier, M. Rubio indique que si les Gouverneurs sont d'accord la signature d'un acte d'adhésion pourrait avoir lieu lors de la séance de mai et que le Banco de España pourrait ainsi participer au mécanisme de swaps de création d'Ecus lors du prochain renouvellement trimestriel de début juillet.

Le Président prend acte avec beaucoup de plaisir de l'intention et de la demande présentée par M. Rubio. Le Secrétariat préparera un projet de l'acte nécessaire à l'adhésion officielle du Banco de España, projet qui sera soumis aux Gouverneurs en vue de disposer d'un texte définitif pour la signature lors de la séance du Comité de mai.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Le Président rappelle que le Gouverneur Ó Cofaigh participe pour la dernière fois à une séance du Comité. Sans prétendre rivalier avec les paroles très éloquentes que M. Godeaux a prononcées lundi soir au nom de tous les Gouverneurs participant aux réunions de la BRI, le Président exprime la reconnaissance du Comité pour la contribution du Gouverneur Ó Cofaigh durant plus de cinq années de présence dans ce cercle. Les Gouverneurs n'oublieront pas ses interventions toujours concises dans la forme et précises sur le fond, ni son sens de l'humour dû non seulement à sa richesse naturelle de sentiments mais aussi à sa culture née de son intérêt pour un domaine que nos ancêtres appelaient les "lettres humaines".

Le Président adresse ses meilleurs voeux à M. Ó Cofaigh dont l'absence sera profondément ressentie par tous.

M. Ó Cofaigh se déclare extrêmement sensible aux paroles aimables du Président, à la cordialité de ses remarques et aux signes d'appréciation de tous ses collègues, ce qui l'amène à se demander s'il a eu raison de décider de partir dès à présent. M. Ó Cofaigh assure toutefois qu'il ne fait pas une fausse sortie comme nombre d'acteurs le pratiquent; il quitte réellement le club des banquiers centraux en emportant le souvenir de discussions toujours très utiles et amicales et en remerciant les Gouverneurs pour les manifestations d'appui et de solidarité qui ont marqué sa participation à l'activité du Comité.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 12 mai 1987 à 10 heures.

---

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

---

MARS 1987

---

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- évolution du dollar à l'intérieur d'une fourchette relativement étroite vis-à-vis des monnaies du SME;
- appréciation notable du yen, qui a enregistré un record historique par rapport au dollar;
- interventions massives, sans précédent, et coordonnées des banques centrales en fin de mois, conformément aux engagements pris dans le cadre de l'Accord du Louvre;
- stabilité au sein du SME;
- renforcement de la livre sterling.

---

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

Au début du mois de mars, le dollar EU s'est situé à l'intérieur d'une fourchette étroite, les opérateurs s'attendant à voir les autorités monétaires intervenir, conformément aux accords du Louvre conclus le 22 février, en cas de mouvement sensible du dollar. Devant la vive appréciation de celui-ci vis-à-vis des monnaies du SME, le 11 mars les autorités américaines ont vendu \$EU 30 millions contre deutsche marks, dans l'esprit de ces accords. Le dollar a alors commencé à baisser. Tandis qu'il se repliait par rapport au yen, les opérateurs ont commencé à soupçonner une certaine faiblesse par rapport aux engagements pris dans l'Accord du Louvre et les ventes se sont intensifiées. Au cours de la quatrième semaine de mars, après des déclarations officielles laissant entendre que les relations commerciales étaient tendues entre les Etats-Unis et le Japon, le recul du dollar s'est accéléré, les opérateurs craignant que ces tensions commerciales n'incitent les Etats-Unis à laisser le dollar s'affaiblir. En fin de mois, sa chute a contribué à la forte diminution des cours des actions et obligations américaines. A partir du 23 mars, la Banque du Japon et les autorités monétaires des Etats-Unis sont intervenues journalièrement, et leur action a été soutenue par des interventions de banques centrales européennes. Au total, près de \$EU 12 milliards ont été achetés contre yen jusqu'à la fin du mois, dans le cadre des efforts de coopération prévus dans l'Accord du Louvre. Le sentiment à la baisse du dollar ayant quelque peu fléchi, celui-ci a clôturé le mois au-dessus de ses minimums, perdant toutefois dans l'ensemble 1,4% vis-à-vis des monnaies du SME et 4,8% par rapport au yen.

Au sein du SME, la situation a été caractérisée par une stabilité des taux de change et des reflux de capitaux considérables vers le franc français, la couronne danoise, le franc belge et la lire italienne. Durant la première partie du mois, les interventions ont eu lieu essentiellement en deutsche marks. Pendant la seconde quinzaine et dans l'esprit de l'Accord du Louvre, les interventions ont été concentrées principalement sur le dollar.

Tout en se raffermissant légèrement par rapport au dollar EU, le deutsche mark s'est déprécié à l'égard de la plupart des autres monnaies, par suite notamment du maintien d'écart importants de taux d'intérêt en faveur de ces monnaies. A la fin de mars, son taux de change effectif vis-à-vis de quatorze pays industrialisés s'établissait à 172,3 (1972 = 100), soit bien au-dessous de son niveau correspondant de fin février (173,2).

Soutenu par l'annonce de meilleurs résultats en termes d'inflation et d'échanges commerciaux, le franc français est demeuré très ferme. Les ventes nettes de devises de la clientèle résidente se sont encore accélérées pendant le mois, mais le franc a surtout tiré parti d'achats de la part de non-résidents, notamment pour l'acquisition de titres à taux fixe. Les achats d'intervention ont été substantiels. Dans ce contexte les taux directeurs de la Banque de France ont été réduits d'un quart de point à 7,75% et 8,5%.

Pendant la majeure partie du mois de mars, le franc belge est demeuré relativement stable dans la partie inférieure de la bande du SME. La Banque Nationale de Belgique a abaissé d'un demi-point de pourcentage son taux d'escompte et son taux d'avances, ramenant ceux-ci respectivement à 8% et 8,25%.

La position du florin néerlandais est restée pratiquement inchangée dans la partie inférieure de la bande du SME, malgré l'annonce, début mars, de nouvelles estimations faisant état d'un excédent de la balance des opérations courantes en 1987 inférieur de moitié à celui de l'an dernier.

La couronne danoise est demeurée la monnaie la plus forte dans la bande étroite du SME. Pour la première fois depuis le réalignement de janvier, on a enregistré des reflux considérables. Le taux d'intervention sur le marché monétaire a été abaissé de 11 à 10% en deux étapes.

La livre irlandaise est restée dans le quart inférieur de la bande du SME tout au long du mois. Bien qu'en termes nets l'afflux de fonds n'ait pas été très significatif, le marché des changes a connu à la fois des entrées et sorties substantielles au cours de la période sous revue et la Central Bank of Ireland est intervenue activement dans les deux sens.

Au cours de la première moitié du mois, la lire italienne est demeurée au sommet de la bande du SME, en raison de la poursuite d'importants afflux de fonds. Avec effet au 14 mars, le taux d'escompte a été réduit d'un demi-point (à 11,50%) et un coefficient de réserves obligatoires de 25% a été instauré pour les engagements des banques en monnaies étrangères. Ces mesures ont entraîné un vif ralentissement des entrées de fonds et un léger fléchissement du taux de change, freiné par moments par des interventions à la vente. Au total, cependant, les interventions durant le mois se sont traduites par des achats nets substantiels.



La livre sterling a fait l'objet d'une forte demande pendant une grande partie du mois de mars, en raison de l'optimisme croissant suscité par les perspectives économiques au Royaume-Uni et de l'accueil favorable réservé au budget. Les prix des produits pétroliers restant fermes, deux réductions successives de 1/2% des taux d'intérêt de base des "clearing banks" ont été entérinées sans difficulté, malgré quelques prises de bénéfice constatées en fin de mois. En clôture, l'indice pondéré avait gagné 2%, à 71,4 (1975 = 100), après s'être inscrit à 72,8 en cours de période.

La drachme grecque s'est valorisée de 1,2% à l'égard du dollar EU et a perdu 0,5% vis-à-vis de l'Ecu. En termes effectifs, elle a fléchi de 0,5%.

La peseta espagnole est demeurée stable en valeur nominale effective vis-à-vis des monnaies de la CEE, tout en s'appréciant de 1,5% par rapport au dollar EU. Les taux d'intérêt à court terme se sont relevés fortement pour des raisons de politique monétaire interne et ce mouvement a entraîné des afflux de capitaux considérables. En vue de freiner ces afflux un coefficient de réserves obligatoires de 19% a été imposé sur l'accroissement des engagements des banques en pesetas convertibles.

L'escudo portugais s'est déprécié de 0,5% en termes effectifs, en accord avec la politique de change officielle. Il a progressé de 1,1% vis-à-vis du dollar EU et a fléchi de 0,4% par rapport à l'Ecu.

Le niveau relativement élevé des taux d'intérêt, lié en partie à la fin du trimestre, a permis au franc suisse de s'apprécier progressivement. Il a gagné 1% par rapport aux monnaies du SME et, sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux (quinze monnaies), s'est valorisé de 0,6%.

Le schilling autrichien s'est renforcé de quelque 1,3% vis-à-vis du dollar EU, fluctuant au sein d'une fourchette de 3,0% durant le mois. Par rapport au deutsche mark, il n'a varié que de 0,17%.

La couronne suédoise s'est montrée ferme, à proximité de la limite inférieure de l'indice de la monnaie, sous l'effet des entrées de capitaux induites par l'écart favorable des taux d'intérêt.

La couronne norvégienne, tout en fluctuant dans un marché plutôt étroit, s'est appréciée de 2,6% à l'égard du dollar EU et de 0,4% en valeur effective. Trois grands facteurs ont contribué à la poursuite du raffermissement de la couronne: niveaux élevés des taux d'intérêt, perspectives

d'accords salariaux modérés et indications d'un déficit des paiements courants inférieur aux prévisions antérieures.

Le dollar canadien s'est apprécié depuis la mi-mars par rapport au dollar EU. La forte demande étrangère en obligations et actions libellées en dollars canadiens ainsi que les emprunts à l'étranger effectués par des entités canadiennes sur les marchés internationaux ont été les principaux facteurs à l'origine de cette fermeté.

Le yen japonais s'est renforcé de 5,1% vis-à-vis du dollar EU. Ce mouvement, qui s'est produit durant la seconde quinzaine du mois, est d'abord intervenu en liaison avec des déclarations de membres de l'Administration américaine faisant état de l'absence d'un objectif de cours pour le dollar et s'est traduit par le franchissement du seuil psychologique de Y 150. La hausse de la monnaie japonaise s'est ensuite accélérée vers la fin du mois, dans un contexte caractérisé par des tensions commerciales croissantes entre les Etats-Unis et le Japon. Le yen a atteint un sommet historique de 144,70 le 30 mars. Vis-à-vis des grandes monnaies européennes, il s'est également apprécié durant le mois et a gagné 3,2% par rapport à l'Ecu.

## II. INTERVENTIONS

### a) Interventions en dollars EU

En mars, les achats de dollars par les banques centrales ont été beaucoup plus importants que d'habitude. Les achats nets ont atteint \$EU 21,2 milliards, au lieu de \$EU 4,0 milliards en février. Les achats bruts se sont élevés à \$EU 21,8 milliards et les ventes brutes à \$EU 0,6 milliard. Les principaux acheteurs nets de dollars ont été la Banque du Japon, la Bank of England, la Federal Reserve Bank, la Sveriges Riksbank, la Banque du Canada et la Banque de France.

### b) Interventions en monnaies communautaires

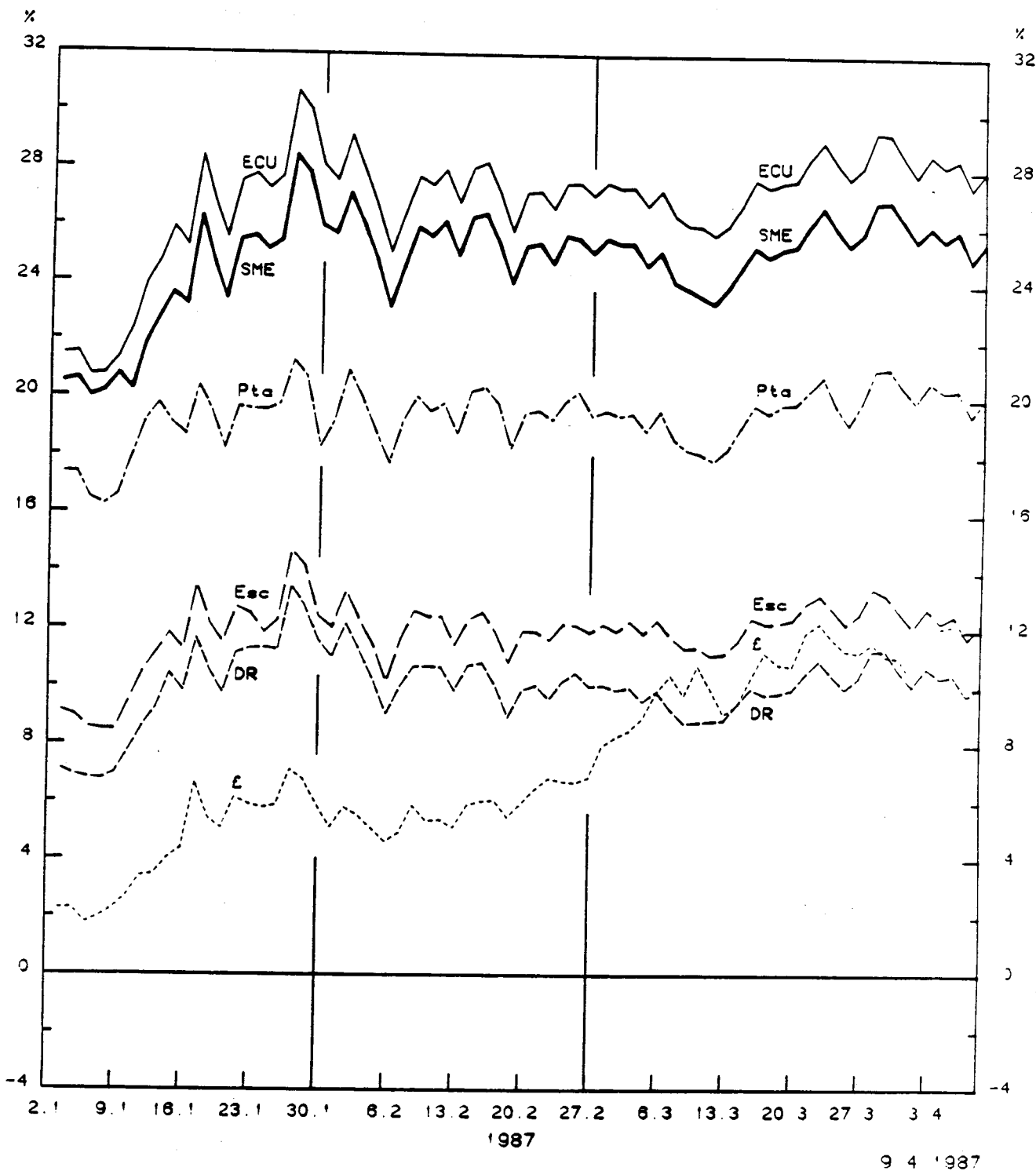
En mars, les interventions en monnaies du SME contre d'autres monnaies communautaires ont atteint la contre-valeur de \$EU 9,9 milliards

au lieu de \$EU 4,9 milliards en février. Les interventions ont consisté principalement en achats de deutsche marks à l'intérieur des marges par la Banque de France, la Danmarks Nationalbank et la Banque Nationale de Belgique.

### III. PREMIERS JOURS D'AVRIL 1987

Au cours des deux premières semaines d'avril, le dollar est demeuré relativement stable à l'approche des réunions de Washington et sous l'effet également des interventions de soutien des banques centrales. A la fin de la deuxième semaine d'avril, le dollar avait toutefois fléchi particulièrement par rapport au yen. Les positions des monnaies du SME se trouvaient pratiquement inchangées.

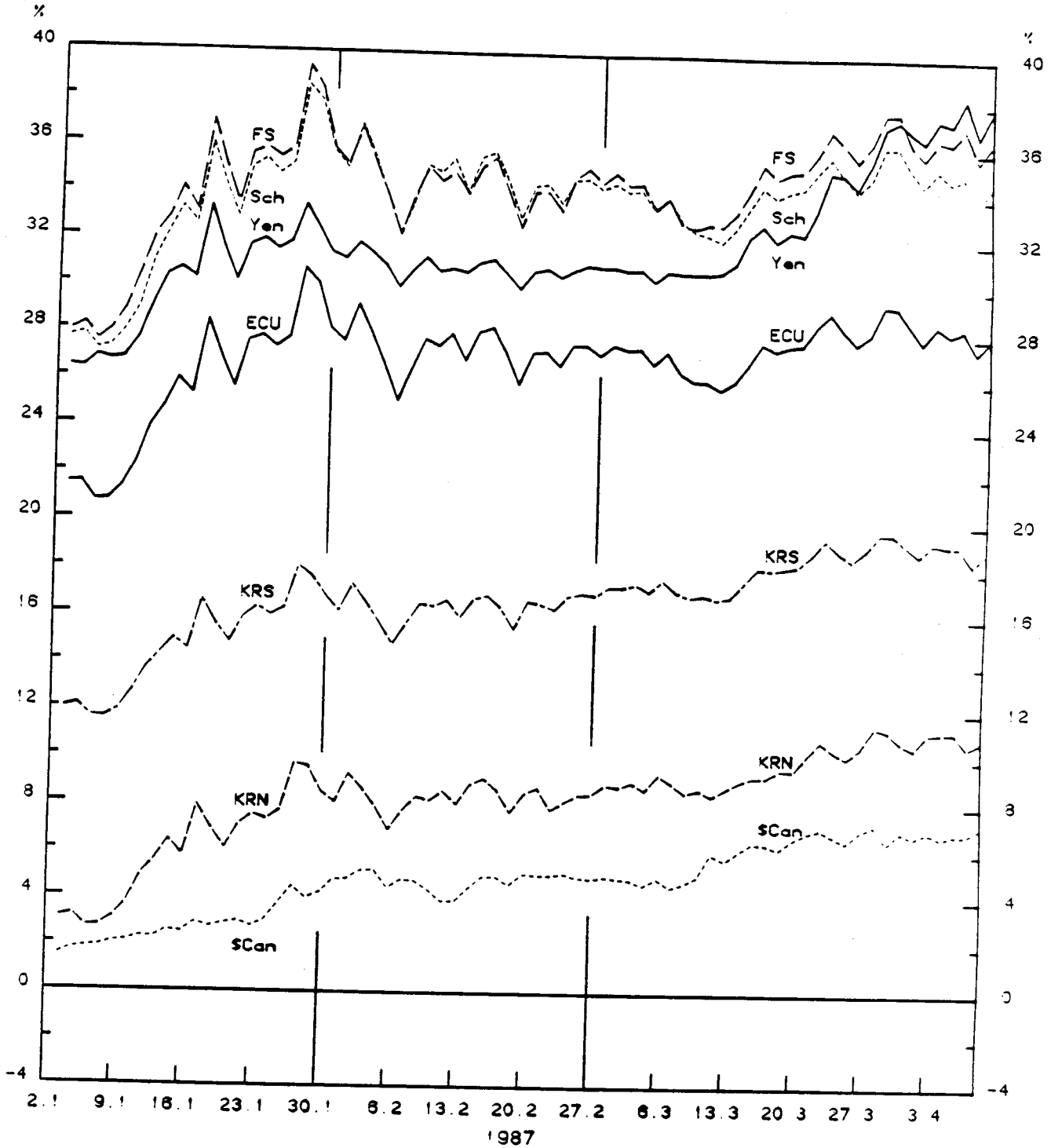
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU MECANISME DE CHANGE DU SME ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES DE LA CEE NE PARTICIPANT PAS A CE MECANISME, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU \*



\* Voir page suivante.

=

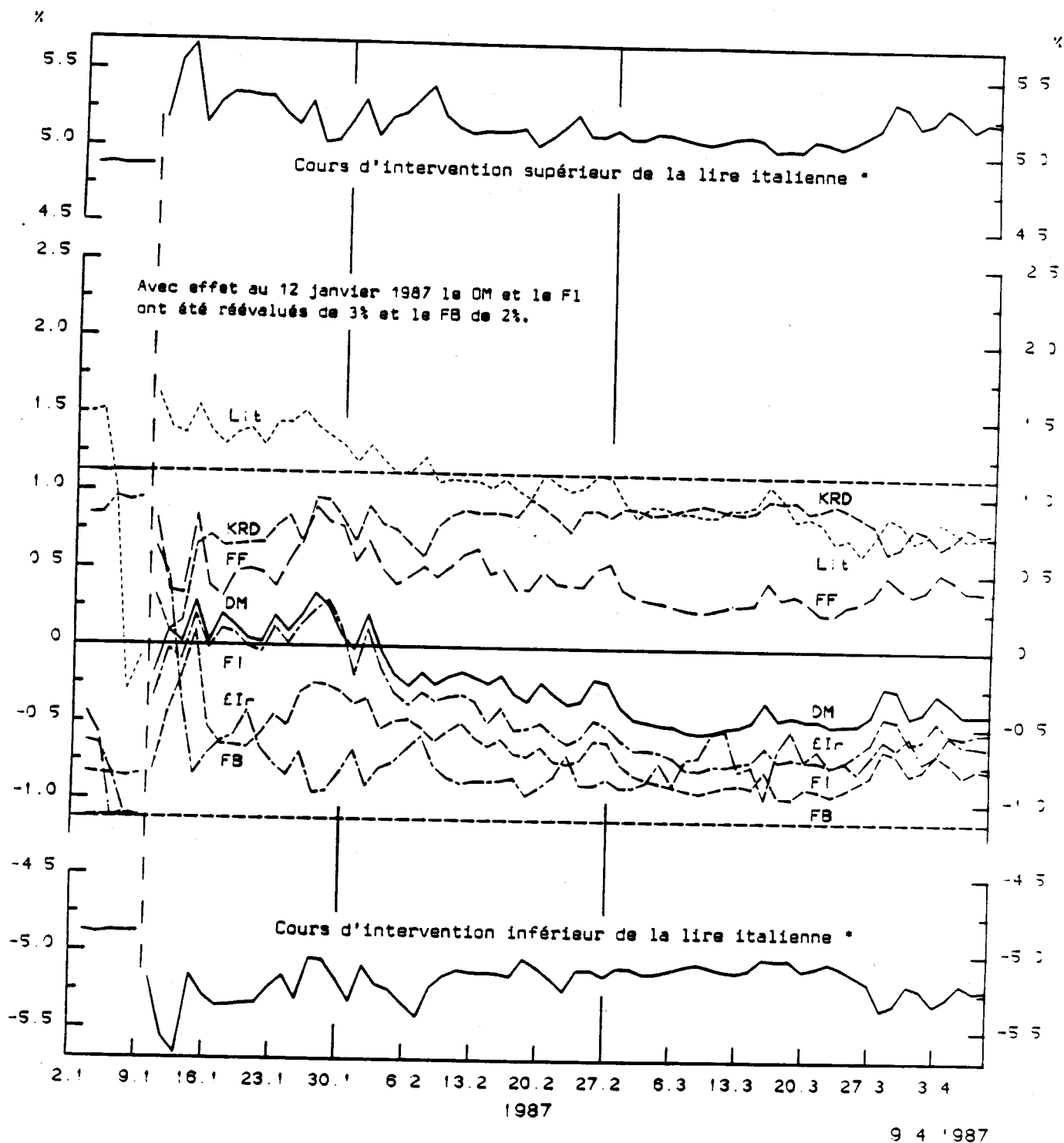
EVOLUTION DE L'ECU ET DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE  
PARTICIPANT A LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE  
31 DECEMBRE 1985 VIS-A-VIS DU \$EU \*



9 4 '87

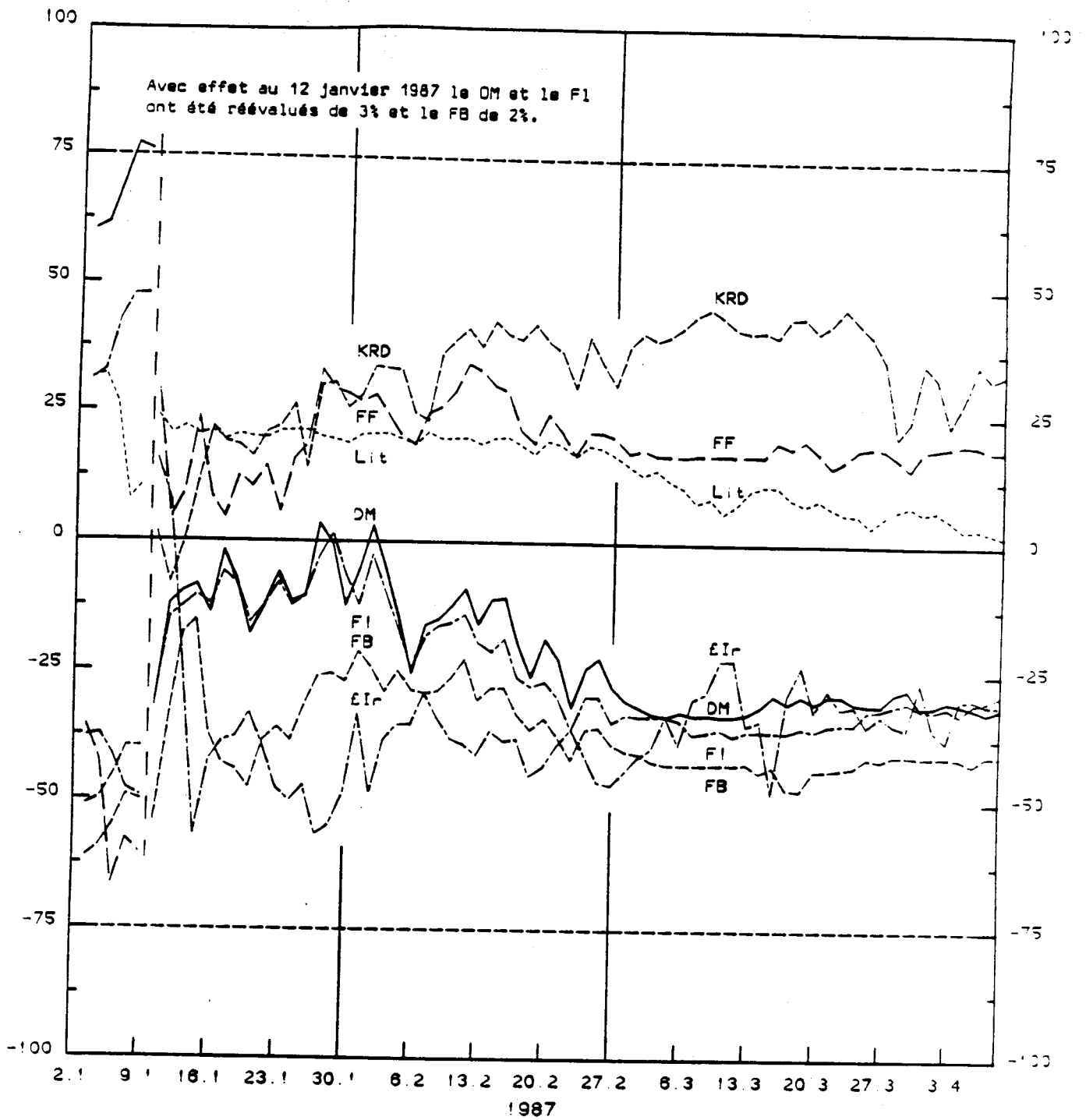
\* ECU 1,12622; £ 0,6930; DR 147,7599; PTA 153,7503; ESC 158,4995;  
\$Can 1,3975; FS 2,0725; Yen 200,7001; KRS 7,5650; KRN 7,5850;  
Sch 17,2901; cours médian des monnaies participant au SME 1,11003. Le  
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne  
journalière des cours des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

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME CALCULES SUR LA BASE DES COURS DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



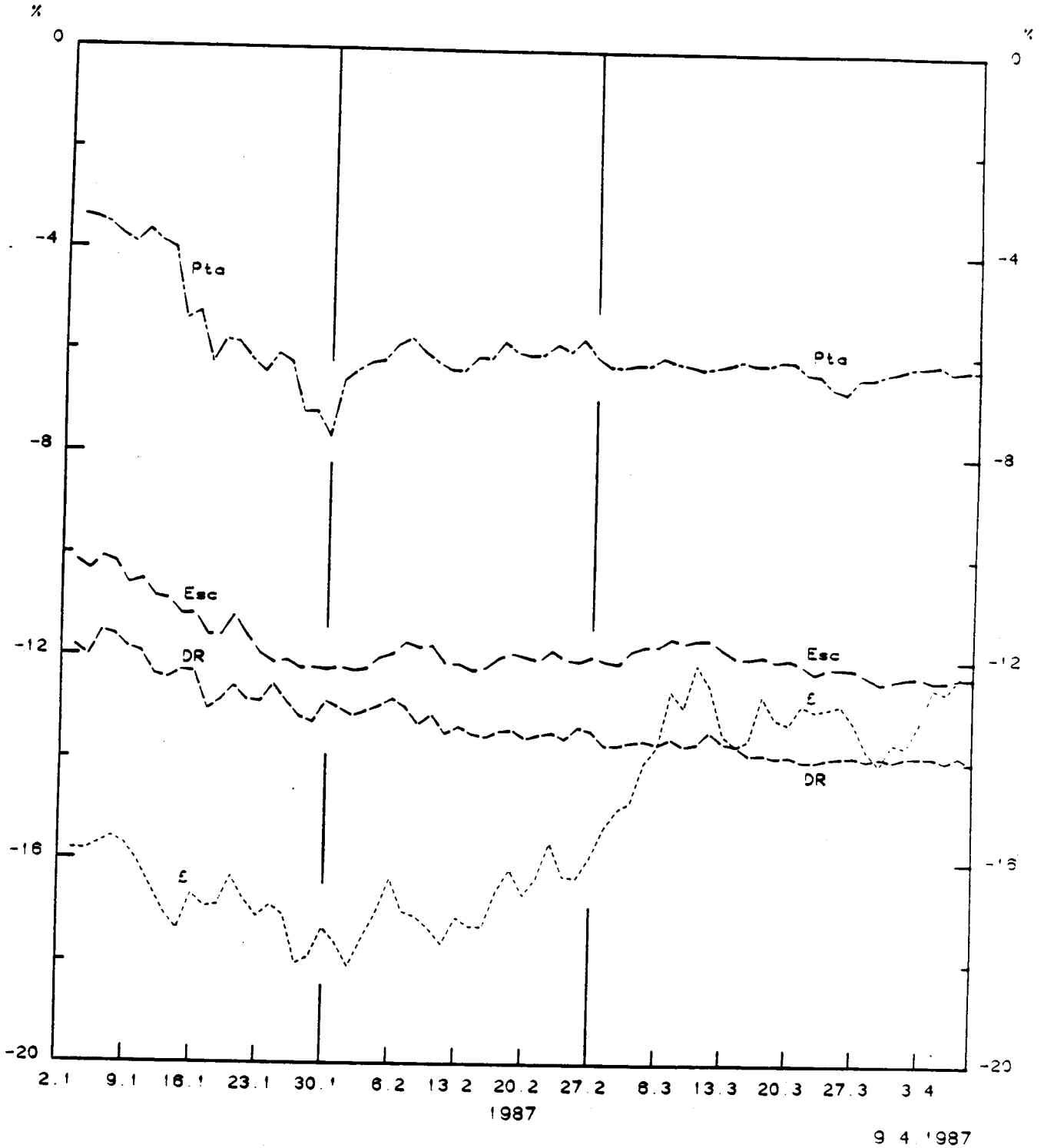
\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de 2,25%.

## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne, de la livre sterling et de la drachme grecque au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

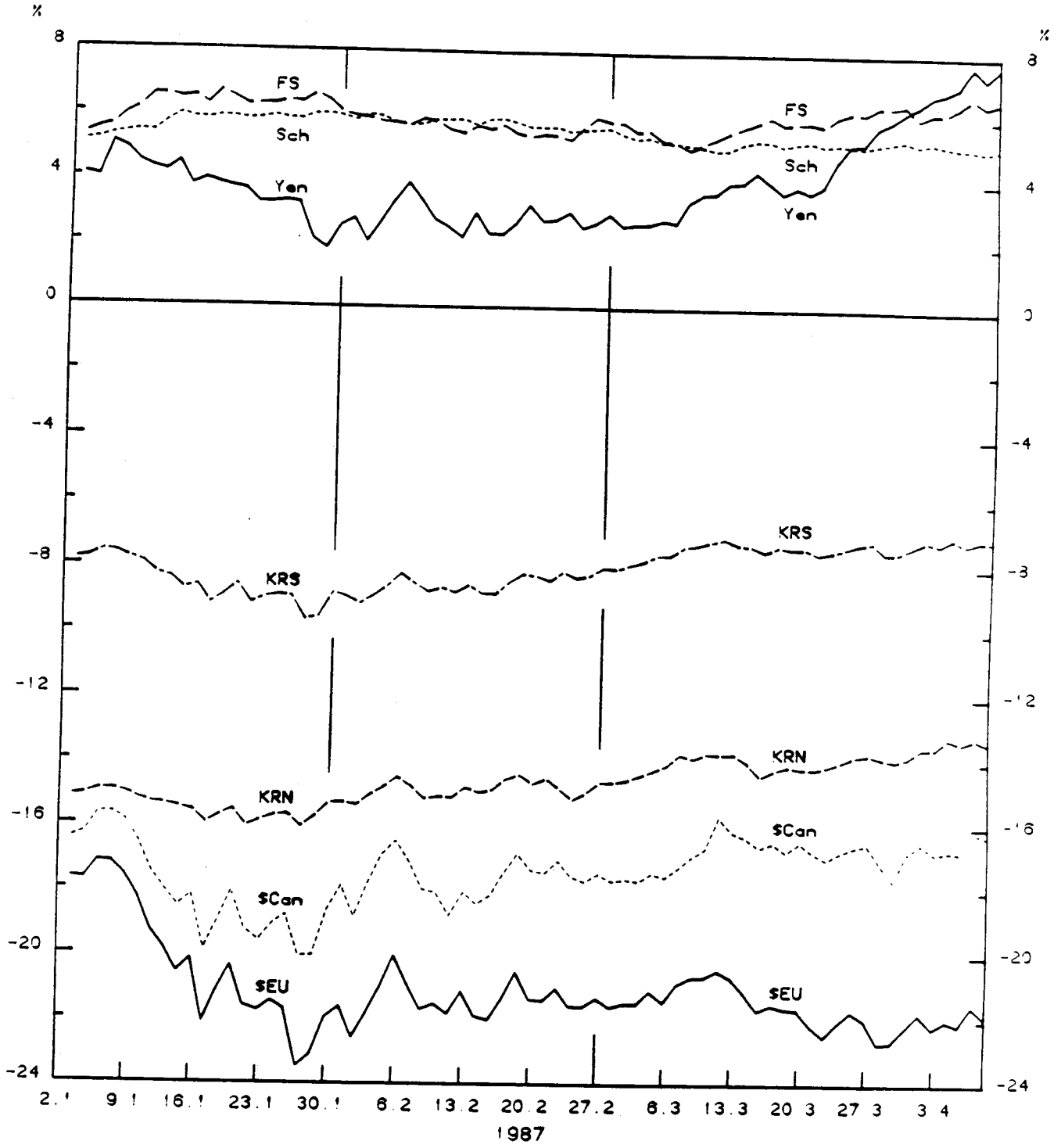
EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE  
L'ESCUO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES  
LE 31 DECEMBRE 1985 \*



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



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



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

9 4 '1987

BIS

14th April 1987

- Table 1 Trade balance of Japan vis-à-vis the EEC countries and the rest of the world
- Table 2 Yen/DM exchange rate: monthly, weekly and daily averages
- Table 3 Japan: Balance of Payments
- Chart 1 Nominal bilateral exchange rates of the Deutsche Mark
- Chart 2 Real bilateral exchange rates of the Deutsche Mark
- Chart 3 Japan/Germany: Spread on long-term int. rates and spot exch. rate
- Chart 4 Interest rate differentials between the US, and Japan and Germany

Table 1

Trade balance of Japan vis-à-vis the EEC countries  
and the rest of the world  
(in billions of US dollars)

Year	EC	of which: Germany	Rest of world
1978 .....	5.0	1.7	13.2
1979 .....	5.1	1.7	-12.7
1980 .....	8.8	3.3	-19.5
1981 .....	10.3	3.5	- 1 6
1982 .....	9.5	2.7	- 2.6
1983 .....	10.4	3.5	10.1
1984 .....	10.1	3.9	23.5
1985 .....	11.7	4.0	30.2
1986 .....	16.9	6.2	60.0

Table 2

Yen/DM exchange rate: monthly, weekly and daily averages.

Period (months)	Yen/DM	Period (weeks)	Yen/DM	Period (days)	Yen/DM
Jan 1985	80.219	Week 1 1987	82.306	87.03.01	84.001
Feb 1985	79.080	Week 2 1987	82.288	87.03.02	83.751
Mar 1985	78.108	Week 3 1987	83.151	87.03.03	83.845
Apr 1985	81.632	Week 4 1987	83.401	87.03.04	83.469
May 1985	80.789	Week 5 1987	84.434	87.03.05	83.666
Jun 1985	81.284	Week 6 1987	83.930	87.03.06	
Jul 1985	82.665	Week 7 1987	84.099	87.03.07	
Aug 1985	85.018	Week 8 1987	84.223	87.03.08	
Sep 1985	83.409	Week 9 1987	83.911	87.03.09	83.041
Oct 1985	81.243	Week 10 1987	83.748	87.03.10	82.813
Nov 1985	78.622	Week 11 1987	82.800	87.03.11	82.637
Dec 1985	80.632	Week 12 1987	82.722	87.03.12	82.776
		Week 13 1987	82.026	87.03.13	82.739
Jan 1986	81.860	Week 14 1987	80.680	87.03.14	
Feb 1986	79.088	Week 15 1987	79.461	87.03.15	
Mar 1986	78.978			87.03.16	82.655
Apr 1986	77.182			87.03.17	82.665
May 1986	74.886			87.03.18	82.674
Jun 1986	75.023			87.03.19	82.832
Jul 1986	73.676			87.03.20	82.781
Aug 1986	74.680			87.03.21	
Sep 1986	75.869			87.03.22	82.796
Oct 1986	77.842			87.03.23	82.137
Nov 1986	80.325			87.03.24	81.867
Dec 1986	81.407			87.03.25	81.604
				87.03.26	81.729
Jan 1987	83.144			87.03.27	
Feb 1987	84.035			87.03.28	
Mar 1987	82.649			87.03.29	80.939
				87.03.30	80.799
				87.03.31	
				87.04.01	80.768
				87.04.02	80.487
				87.04.03	80.415
				87.04.04	
				87.04.05	
				87.04.06	80.031
				87.04.07	79.729
				87.04.08	79.371
				87.04.09	79.506
				87.04.10	78.651

Table 3

Japan: Balance of Payments

Selected items - in billions of US dollars

	Long-term Capital	Short-term Capital*	Current Account
1980	2.3	3.1	-10.7
1981	-9.7	2.3	4.8
1982	-15.0	-1.6	6.9
1983	-17.7	0.0	20.8
1984	-49.7	-4.3	35.0
1985	-64.5	-0.9	49.2
1986p	-131.8	-1.3	86.0

\* excluding transactions which belong to monetary movements.

Source: Bank of Japan, Balance of Payments Monthly, January 1987.

CHART 1

NOMINAL BILATERAL EXCHANGE RATES OF THE DEUTSCHE MARK  
DECEMBER 1974 = 100

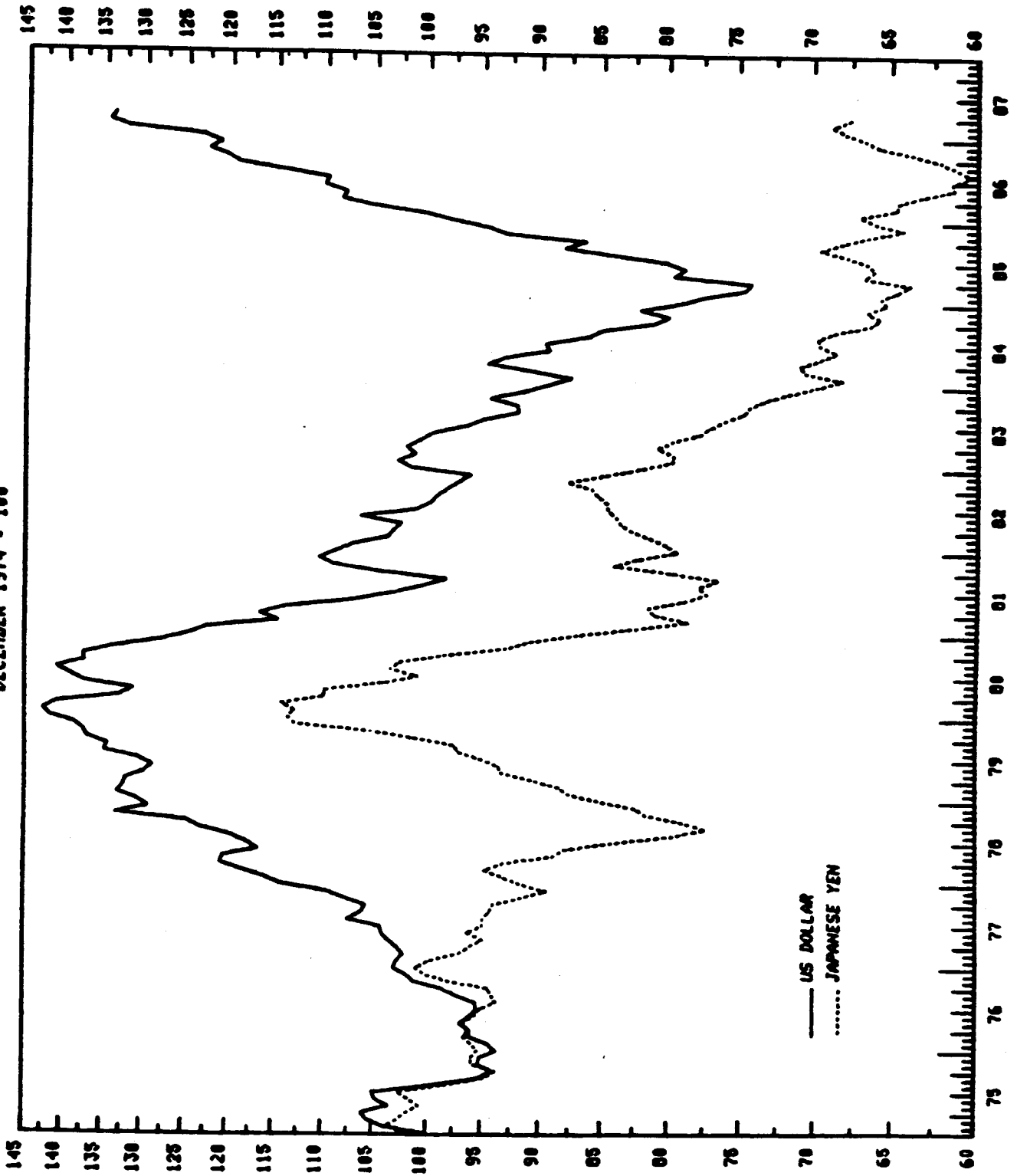


CHART 2

**REAL BILATERAL EXCHANGE RATES OF THE DEUTSCHE MARK  
BASED ON UNIT LABOR COST - DEC. 1974 = 100**

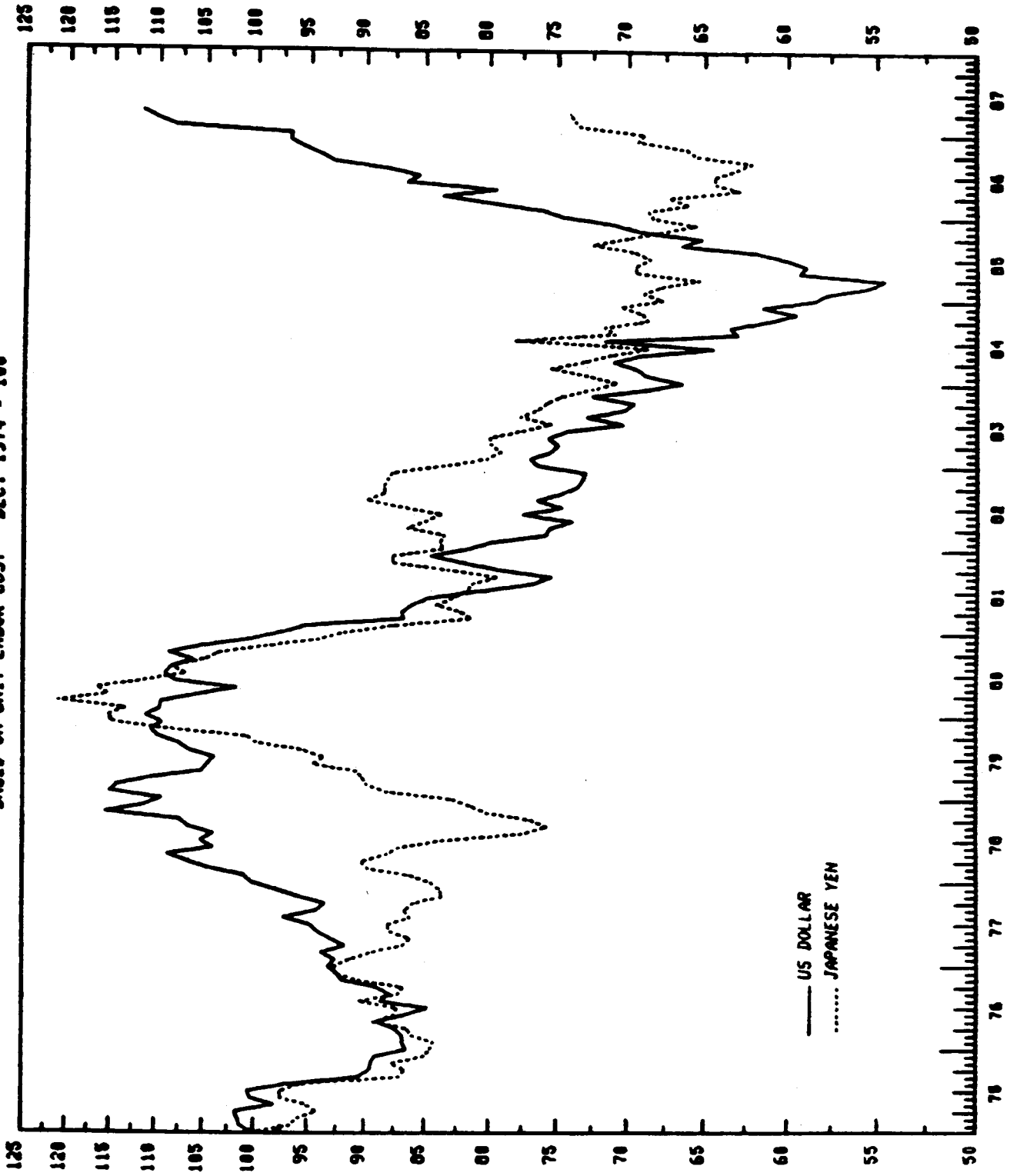
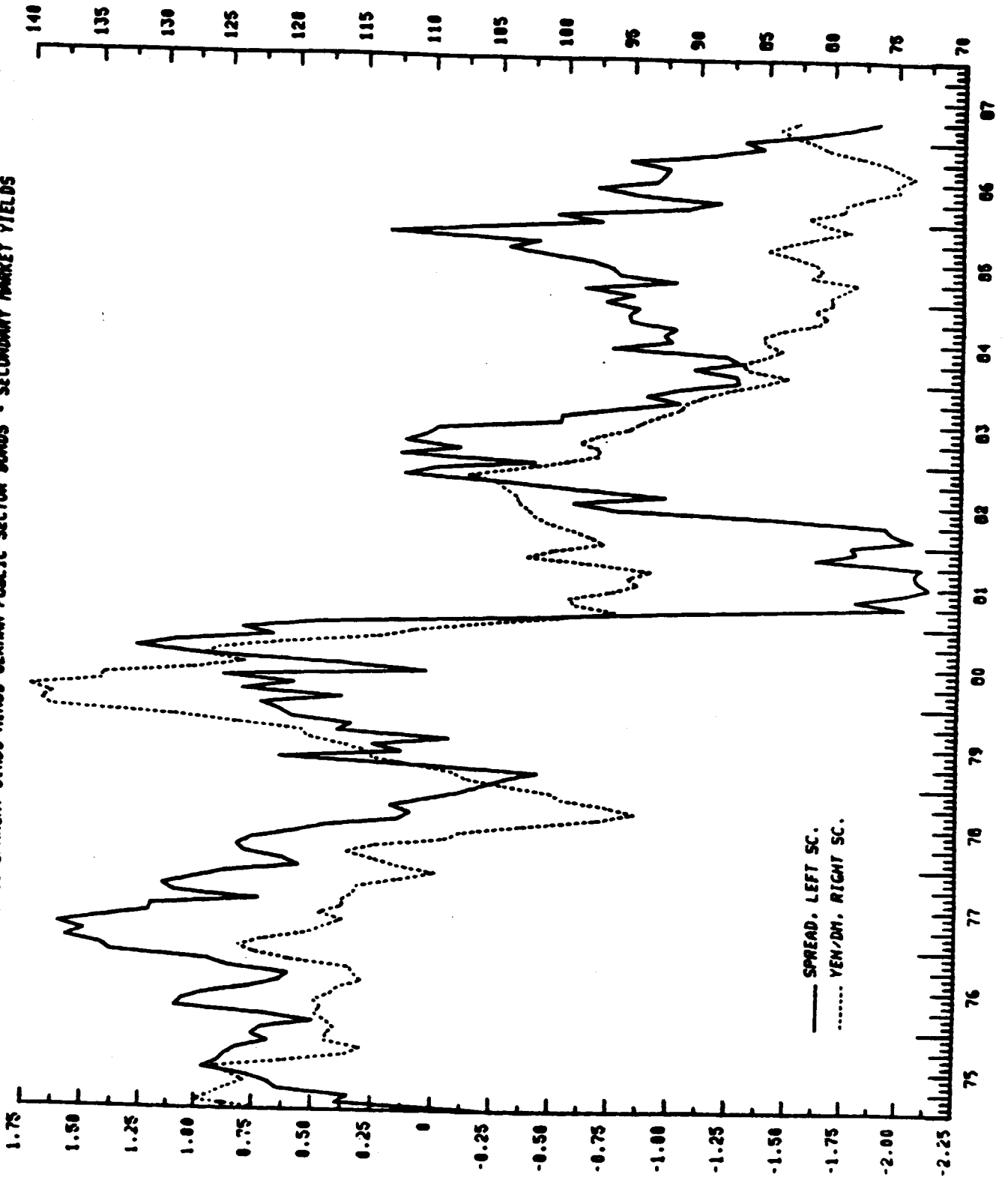


CHART 3

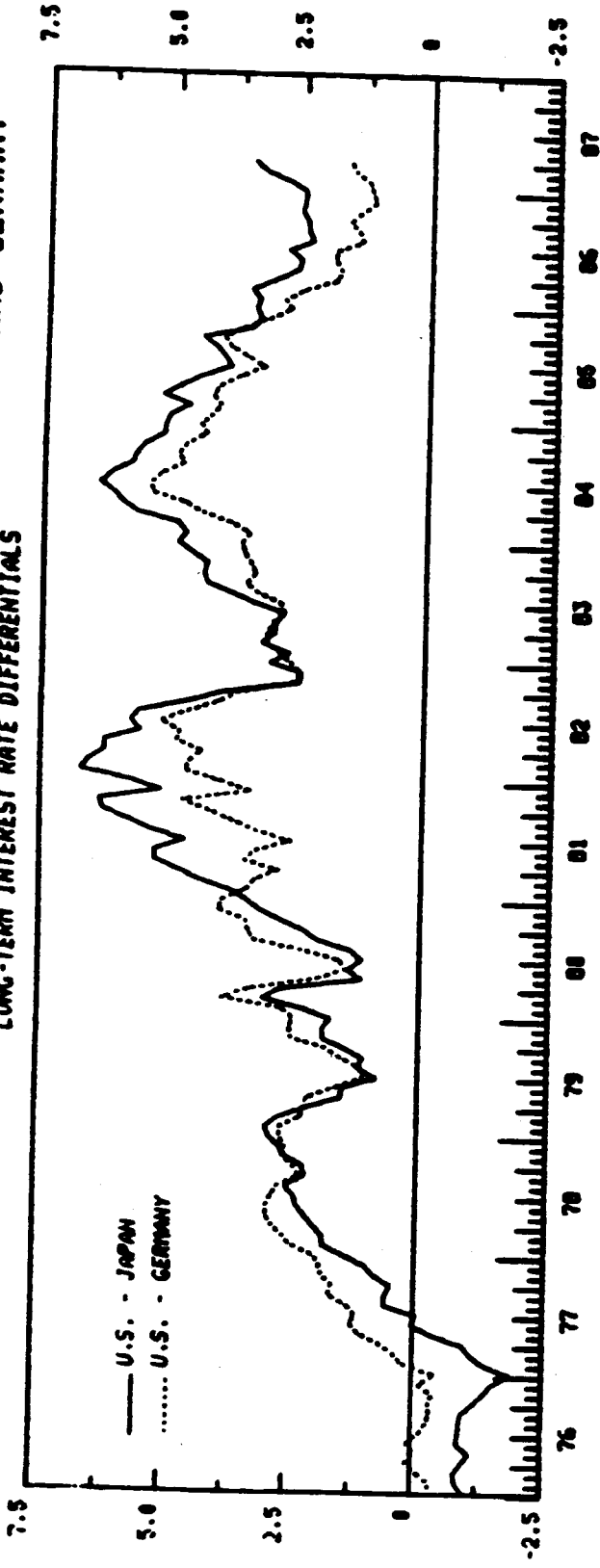
**JAPAN/GERMANY: SPREAD ON LONG-TERM INT. RATES AND SPOT EXCH. RATE**  
JAPANESE GOVERNMENT BONDS MINUS GERMAN PUBLIC SECTOR BONDS - SECONDARY MARKET YIELDS





# INTEREST RATE DIFFERENTIALS BETWEEN THE US, AND JAPAN AND GERMANY

## LONG-TERM INTEREST RATE DIFFERENTIALS



## SHORT-TERM INTEREST RATE DIFFERENTIALS

