

PROCES-VERBAL*
DE LA 211e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 JANVIER 1987 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Kirby; 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 Vice-Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Papageorgiou, accompagné par MM. Papademos et Zarifopoulos; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Sánchez-Pedreño et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. Camdessus, 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 Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Maserà; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Boot; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par M. Pego Marques; 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 10 février, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 210e séance

En raison de la diffusion tardive du projet de procès-verbal de la 210e séance, l'approbation de ce document est reportée à la séance de février 1987.

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 décembre 1986 et des premiers jours de janvier 1987;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques

A. Exposé de M. Dalgaard

M. Dalgaard indique qu'il se borne à présenter quelques remarques sur l'actualité la plus récente au sein du SME, remarques qui s'inspirent largement de l'échange de vues spécial que les experts des banques centrales de la Communauté ont eu lundi après-midi.

Durant la période s'étendant du début de décembre au 9 janvier 1987, c'est-à-dire juste avant le réalignement, plusieurs monnaies du SME ont été soutenues par de très fortes interventions: \$EU 10 milliards pour le franc français, plus de \$EU 3 milliards pour la couronne danoise, \$EU 2,5 milliards pour la lire italienne, \$EU 2 milliards pour le franc belge et environ \$EU 0,5 milliard pour la livre irlandaise et le florin. Presque toutes ces interventions ont été faites en deutsche marks dont les ventes ont atteint à peu près l'équivalent de \$EU 19 milliards.

Dans tous les pays à monnaie faible, les taux d'intérêt se sont tendus, cependant les taux à court terme ont augmenté moins fortement qu'on ne le pensait. La situation a été en fait surprenante. En effet, la convergence n'a jamais été aussi bonne et le dernier réalignement général était relativement récent. En France, par exemple, l'économie est bien orientée, la balance des paiements est excédentaire et l'inflation est faible.

Plusieurs raisons ont été présentées pour expliquer les tensions, certaines de nature générale, d'autres propres à tel ou tel pays. Parmi les premières, on cite le déclin constant du dollar EU qui a eu pour conséquence le raffermissement du deutsche mark; toutefois, ce déclin se poursuit depuis deux ans et n'avait jamais, jusque là, provoqué de tensions aussi vives. Une autre raison générale tient à la remontée des taux d'intérêt allemands en novembre et décembre; ce mouvement saisonnier a été plus fort que d'habitude et a donné un nouvel éclat au refus de la Bundesbank de réduire ses taux. Parmi les raisons propres à certains pays, on peut mentionner, en France, l'agitation sociale, les grèves dans le secteur public et les nouvelles mesures de libération des mouvements de capitaux, tandis qu'au Danemark la persistance d'un déficit important de la balance des paiements courants rend le marché très sceptique.

Dans ce contexte, la question "aurait-on pu empêcher ou prévenir la crise" a été posée et certaines idées ont été évoquées. Par exemple, des interventions coordonnées auraient pu être organisées par la CEE pour empêcher que le dollar tombe si bas. Les Japonais ont essayé cela avec un succès très relatif. D'autre part, les opinions varient sur l'efficacité d'interventions face au mouvement du dollar et, surtout, les interventions à l'achat auraient dû être faites par la monnaie la plus forte, c'est-à-dire pratiquement par un seul pays: l'Allemagne. Une autre idée était que les banques centrales du SME auraient pu organiser des interventions intramarginales plutôt que d'intervenir obligatoirement aux cours limites; plusieurs banques centrales estiment en effet que les interventions intramarginales permettent généralement de dépenser moins de devises et les interventions coordonnées ont toujours un effet plus marqué que si elles sont menées à titre individuel.

En ce qui concerne la technique d'intervention, une différence intéressante est à noter. La Banque Nationale de Belgique a continué d'intervenir à l'intérieur des marges et a maintenu un cours presque stable par rapport au deutsche mark. En Belgique, le marché ne connaît pas l'ampleur des interventions, car celles-ci sont financées presque exclusivement par les emprunts courants de l'Etat et elles n'apparaissent pas dans le bilan de la Banque Nationale. Le cours de change est donc le seul indicateur et, si on le garde stable, on peut peut-être limiter les tensions. Dans les trois autres pays, France, Danemark et Irlande, on a laissé glisser le cours

jusqu'au point limite et on a relevé les taux d'intérêt. La Banca d'Italia a également laissé glisser le cours de sa monnaie, mais celui-ci est resté dans la marge élargie.

L'ajustement des cours-pivots a été si faible que, après le 12 janvier, les cours du deutsche mark vis-à-vis des autres monnaies du SME ont été à peu près inchangés ou parfois même inférieurs à ceux d'avant le réalignement. Ainsi, les spéculateurs qui ont abandonné les monnaies faibles juste avant le réalignement ont en moyenne essuyé des pertes. Toutefois, la situation a été variable selon les monnaies. Par exemple, des gains de change ont pu être réalisés sur la lire, même début janvier. Sur d'autres monnaies, des gains n'ont pu apparaître que si les opérations ont été faites avant Noël et en tenant compte aussi que le coût du financement a été assez faible du fait que les taux d'intérêt ont relativement peu monté et que la période a été très courte.

Les experts ont pensé que l'ampleur des interventions, beaucoup plus forte que lors des crises précédentes, s'explique par une large exploitation tant par les banques et les entreprises que par les particuliers de toutes les techniques existant pour déplacer des fonds rapidement et à faible coût. Il semble clair qu'avec des anticipations de gain même modeste, des masses très importantes peuvent être mises en mouvement. Ce fut le cas notamment au Danemark, où les sorties de réserves ont atteint près de \$EU 3 1/4 milliards en trois semaines, ce qui, corrigé des PNB respectifs, représenterait environ \$EU 30 milliards en France. Il semble que, lors du dernier réalignement, dans l'arbitrage qui s'établit entre les coûts et les bénéfices, les coûts n'ont pas été assez importants pour avoir un effet dissuasif à l'avenir. Enfin, le 12 janvier, c'est-à-dire le premier jour après le réalignement, on n'a pas observé de renversement des mouvements de capitaux, sauf un peu en Italie et très peu en Irlande.

B. Discussion du Comité

M. Loehnis indique que les Suppléants qui n'ont pas eu le bénéfice de l'exposé de M. Dalgaard, fait sur la base de la réunion des experts de lundi après-midi, n'ont pas formulé de commentaires particuliers sur le rapport concertation pour le mois de décembre.

M. Godeaux désire nuancer quelque peu l'exposé de M. Dalgaard sur les techniques d'intervention de la Banque Nationale de Belgique. Tout d'abord, l'expérience de la Belgique et celle d'autres banques centrales conduit à conclure que des interventions intramarginales permettent de réduire le total des interventions qui seraient nécessaires si le cours de la monnaie tombait à son plancher. D'autre part, le cours franc belge/deutsche mark n'a pas été maintenu imperturbablement. En réalité, une défense élastique a été menée entre un écart de 1,5% et de 2%.

M. Ciampi précise que, au début de la semaine précédant le réalignement, la lire italienne était à peu près à son cours central. Lorsque la spéculation s'est développée, on a laissé filer le cours mais sans jamais atteindre la limite de la bande étroite (le maximum de décote a été de 1,2%) et sans interventions du tout le vendredi. Le lundi 12 janvier, le cours de la lire contre deutsche mark enregistrait un léger gain par rapport à celui du vendredi 9 janvier.

M. Camdessus présente deux remarques concernant l'expérience récente en France. En premier lieu, il souligne le rôle important joué, dans l'ampleur formidable des sorties de capitaux, par la libération, presque complète maintenant, des mouvements de capitaux. La Banque de France estime que, pour tenir compte de la suppression du contrôle des changes, il faut multiplier par trois les interventions faites dans le passé. Il faut donc à la fois savoir que si on intervient on est amené à le faire pour des montants considérables et se réjouir de la suppression du contrôle des changes.

L'utilisation des taux d'intérêt dans la stratégie défensive en fin de crise appelle quelques commentaires. En effet, des reproches ont été faits à certains pays que les taux n'ont pas été assez relevés pendant les derniers jours de la crise. En France, ils ont été relevés et étaient de 10% le 12 janvier pour le court terme, mais il faut bien voir qu'il serait absurde de croire que l'on arrêtera la spéculation à quelques jours d'un réalignement à peu près évident en élevant les taux à 150%. L'arme des taux d'intérêt a donc ses propres limites lorsque l'on atteint des crises très fortes. Il reste que certains mécanismes de fonctionnement du SME sont probablement à revoir, comme les Ministres l'ont demandé aux Gouverneurs.

M. Hoffmeyer estime important d'analyser la nature des mouvements de capitaux qui se sont produits pendant la période de tensions. Par exemple,

au Danemark, la liberté des mouvements de capitaux n'a pas joué de rôle, alors qu'en France les dernières mesures de libération semblent avoir été un facteur important. Les banques centrales qui ont dû intervenir devraient analyser la nature des mouvements de capitaux pour connaître notamment l'impact sur ces derniers de la suppression du contrôle des changes; ces banques centrales pourraient faire rapport au Comité à ce sujet.

M. Pöhl souligne également l'importance exceptionnelle des interventions tant intramarginales qu'obligatoires. De début décembre jusqu'au réalignement, les ventes de deutsche marks par les banques centrales de la CEE ont atteint 36 milliards dont 16 milliards sont devenus en fait des éléments de liquidité et représentent deux fois la progression de la masse monétaire annuelle. Il faut espérer qu'un renversement des mouvements de capitaux se produise et permette de résorber cet accroissement de liquidité. Il est clair qu'avec la suppression du contrôle des changes, qui est tout à fait bienvenue, il est plus facile de prendre des positions et de jouer sur le termaillage. Les banques centrales doivent s'habituer à cela et gérer cette situation nouvelle tout en préservant l'efficacité de leur politique monétaire interne. Il y a là un sujet de réflexion intéressant dans le cadre du mandat des Ministres sur les aménagements qui pourraient être apportés aux mécanismes de fonctionnement du SME.

M. Pöhl n'est pas convaincu que les interventions intramarginales soient toujours supérieures aux interventions obligatoires. Si l'on se place dans la perspective d'un spéculateur à la réévaluation d'une monnaie, il est plus intéressant de se mettre en position courte si le cours limite n'est pas encore atteint. L'expérience des derniers mois et semaines a montré que, comme souvent dans le passé, la correction des cours est intervenue trop tard et seulement sous la pression d'une vague de spéculation massive. Il eut été plus intéressant et moins onéreux de faire l'opération un mois plus tôt. Toutefois, il ne sert à rien maintenant de se faire des reproches sur ce que les partenaires ont fait ou n'ont pas fait. En revanche, il serait utile de revoir l'idée, proposée par M. Pöhl il y a quelques années, que les Gouverneurs et le Comité monétaire puissent opérer des mini-réalignements jusqu'à 3%, de manière dédramatisée dans le cadre d'une gestion courante du SME. La suggestion avait été reprise par M. Delors à Palerme en avril 1985 et les Ministres n'y ont pas donné suite. Même si elle n'est

peut-être pas réaliste politiquement, l'idée reste bonne: des ajustements homéopathiques de 2 à 3%, faits à froid, de temps à autre, permettraient d'éviter ces immenses vagues spéculatives et finalement constitueraient des modifications de cours bien faibles par rapport à ce qui se passe avec le dollar.

Les pays qui ont subi des pertes de capitaux ont appliqué des politiques de taux d'intérêt courageuses. La Bundesbank a peut-être une certaine responsabilité à deux titres. D'une part, les taux d'intérêt lui ont échappé vers le haut, le relèvement technique saisonnier a été un peu plus fort que d'habitude et a fait l'objet d'appréciations amplifiées par le contexte. D'autre part, la publication en décembre de l'objectif monétaire pour 1987 a aussi joué sur le cours de change. L'annonce de la fourchette de progression de 3 à 6% a été faite sans expliquer comment ce résultat pourrait être atteint, étant donné la situation extérieure. Une telle annonce d'objectif monétaire aurait pu être retardée, voire abandonnée, comme au Royaume-Uni mais, après le très net dépassement de l'objectif en 1986, pareille attitude aurait pu être interprétée comme du laxisme et aurait été critiquée par un certain "monétarisme" qui conserve de l'influence en Allemagne.

La faiblesse du dollar ne semble pas avoir été un facteur important dans la crise: son cours a été relativement stable durant les trois derniers mois de 1986 et le déclin ne s'est fortement accentué qu'à partir de début janvier. De toute manière, il est plus utile maintenant de regarder vers l'avenir. On peut craindre que si la chute du dollar se poursuit, des tensions réapparaissent dans le SME, d'autant plus que le réalignment n'a pas entraîné les renversements de positions des monnaies et de mouvements de capitaux qui se sont généralement produits dans le passé, immédiatement après les réalignements.

M. Camdessus marque son accord avec M. Pöhl sur l'idée que le déclin du dollar n'est pas le seul élément d'explication des tensions de décembre et janvier. En fait, la spéculation à la réévaluation du deutsche mark à Paris était plutôt liée, depuis quelques mois, aux élections en Allemagne du 25 janvier 1987. Les opérateurs savent maintenant qu'après des élections en Allemagne ou dans n'importe quel autre pays du SME, un réalignment risque de se produire. Cela est un élément important et supplémentaire pour reprendre la proposition d'essayer d'avoir une procédure de réalignment

dédramatisée. Le Comité des Gouverneurs apporterait une contribution importante pour l'avenir du SME s'il se mettait d'accord pour proposer aux Ministres une procédure de réalignements techniques au niveau du Comité, réalignements qu'on essaierait de rendre indifférents aux calendriers politiques. Il pourrait y avoir deux catégories de réalignement dans le SME: les réalignements techniques opérés par les Gouverneurs, qui n'appellent pas de mesures économiques d'accompagnement particulières, et les réalignements politiques impliquant de telles mesures.

M. Duisenberg exprime son étonnement devant une sorte de complaisance ou de résignation à l'égard d'un prochain réalignement et devant le rôle modeste attribué aux taux d'intérêt. Ceux-ci ne pouvaient certainement plus être la solution durant les derniers jours, lorsque des masses énormes de capitaux s'étaient déjà déplacées. Mais on a dit et répété que le réalignement ne se justifiait pas par les éléments fondamentaux et avait été imposé par les mouvements spéculatifs du marché. Si cela est vrai, les éléments fondamentaux ne devraient pas être le motif d'un éventuel réalignement prochain. Les taux d'intérêt représentent la seule arme efficace des banques centrales et, si celles-ci jugent que la grille de parités actuelle est correcte et doit être préservée pendant un certain temps, elles doivent démontrer leur conviction et leur volonté par un usage actif des taux d'intérêt.

M. Pöhl estime que la suggestion de M. Duisenberg est dangereuse. Les différentiels de taux d'intérêt jouent un rôle important mais si toute la politique monétaire devait être subordonnée à un objectif de stabilité du cours de change, on risque de ne pas réaliser les autres objectifs tout aussi importants. Par exemple, en Allemagne, la doctrine de la politique monétaire repose sur un objectif de masse monétaire et il n'y a pas d'objectif de cours de change ou de taux d'intérêt. Ces derniers objectifs ont été abandonnés depuis longtemps et on peut avoir beaucoup d'hésitation à faire un changement aussi net dans le concept de la politique monétaire. En outre, il y aurait le risque de rendre la vie trop facile aux hommes politiques; ils ne changeraient plus jamais les cours de change et se déchargeraient de la tâche de stabilisation du système sur les banques centrales qui seraient invitées à baisser les taux beaucoup plus souvent qu'à les relever. Or, il appartient aux Gouverneurs de rappeler que d'autres instruments

existent, notamment de politique budgétaire et, en dernier ressort, les réaménagements de cours de change, ceux-ci devant être faits en temps utile et pas seulement sous les pressions spéculatives. Il est à noter que dans la plupart des réalignements on a dit qu'ils n'étaient pas justifiés par les éléments fondamentaux et qu'ils répondaient à la spéculation. Il est évident toutefois que cette dernière est toujours fondée sur une certaine rationalité économique. Actuellement, par exemple, des calculs pourraient donner des résultats variables sur le niveau approprié des différentes monnaies du SME.

Revenant sur l'idée de confier les réalignements techniques et limités aux "professionnels", M. Pöhl répète que ce serait utile et que les Gouverneurs pourraient certainement se mettre d'accord sur de tels réalignements mais les problèmes agromonétaires compliquent la situation et conduisent à être sceptiques.

M. Duisenberg pense que, dans l'ensemble d'une politique monétaire, on a un peu de tout, c'est-à-dire de la politique de masse monétaire, de taux d'intérêt et de cours de change. L'appartenance au SME entraîne par exemple un objectif de taux de change ou de taux stables pendant un certain temps. Des réalignements plus petits et plus fréquents (mais pas à l'excès) peuvent être une bonne idée. Toutefois, cela ne modifie pas le rôle important que les taux d'intérêt peuvent jouer et il serait utile que les Suppléants approfondissent cette question dans les semaines à venir.

M. Ciampi est d'avis que les banques centrales disposent d'une panoplie d'instruments et que le problème est de savoir les utiliser de manière équilibrée et surtout au moment opportun. Même s'il y a lieu d'être sceptique sur le résultat, l'idée de confier aux Gouverneurs les petits réalignements techniques mérite d'être approfondie et de faire l'objet d'une proposition aux Ministres des Finances.

M. Ciampi donne quelques informations sur une nouvelle loi, adoptée par le Parlement italien, relative au contrôle des changes. Cette loi établit les principes d'une réforme du contrôle; le gouvernement a pouvoir de la traduire dans les faits d'ici octobre 1987 et il le fera probablement au printemps. En premier lieu, la loi renverse le principe antérieur, c'est-à-dire que désormais toutes les opérations avec l'étranger faites par des résidents seront libérées sauf celles qui resteront soumises à autorisation. Jusqu'à présent, le principe était l'interdiction sauf autorisation. En deuxième lieu, les limitations à cette liberté ne pourront être

introduites que pour des raisons monétaires ou de balance des paiements. Troisièmement, la loi stipule que le gouvernement est appelé à préciser les domaines dans lesquels des restrictions pourront être introduites et à esquisser la nature de ces mesures éventuelles. Il s'agit de bien préciser qu'il n'y aura jamais, à l'avenir, de restrictions portant sur les transactions courantes, car la liberté des échanges doit être garantie face à des pressions ou tentations protectionnistes. En ce qui concerne les capitaux, la Banca d'Italia propose que les restrictions éventuelles soient limitées aux mouvements à court terme financiers et monétaires susceptibles d'être perturbateurs et qu'on ne touche pas aux opérations d'investissements authentiques directes ou de portefeuille. La Banca d'Italia est cependant consciente que cette approche libérale n'est pas sans risque dans le contexte d'un processus d'intégration en Europe. Pour que ce processus soit durable, il faut mieux coordonner les politiques entre les pays de la Communauté et, en particulier, entre ceux appartenant au SME. Les événements récents montrent qu'il y a une marge d'amélioration des mécanismes techniques. Il faudrait aussi disposer de ressources suffisantes pour faire face à des mouvements déstabilisateurs; les pays engagés dans la libération des flux de capitaux doivent pouvoir agir rapidement pour dissuader la spéculation. Ainsi des efforts devraient être entrepris sur les plans interne et communautaire pour encourager l'intégration et la libéralisation financières en Europe, tout en protégeant l'acquis important déjà obtenu, à savoir le marché commun des biens et services et le mécanisme de change.

M. Russo indique que les échanges qui viennent d'avoir lieu entre les Gouverneurs sont très intéressants et tout à fait dans la ligne des travaux que la Commission a entrepris et entend poursuivre. Plusieurs aspects sont ressortis clairement. Tout d'abord, il y a un besoin de réexaminer la gestion du SME et de revenir à certaines anciennes propositions même si elles ont soulevé des problèmes. Parmi ces propositions, on devrait reprendre l'idée de modifications de cours-pivots opérées à l'intérieur des marges, de sorte que les marchés ne voient pas de discontinuité, et dont la fréquence dépendrait du degré de convergence. Ces ajustements techniques dédramatisés devraient être réalisés en temps opportun et la coopération des politiques monétaires serait décisive à cet égard. Comme il a déjà été dit, notamment en juillet dernier, le fonctionnement du SME repose trop sur la seule politique monétaire et les autres politiques, en particulier la politique

budgétaire, devraient être davantage utilisées. Enfin, la Commission continuera ses travaux concernant la libération des mouvements de capitaux; un tel processus va créer un environnement entièrement nouveau et il doit se développer par étapes prudentes car, comme les événements récents l'ont montré, il entraîne des conséquences.

M. Godeaux souligne que le débat montre l'importance et l'urgence pour les Gouverneurs de se mettre en mesure de remplir le mandat donné par les Ministres. Il conviendrait donc d'énoncer la procédure que le Comité entend suivre pour remplir ce mandat, car il est manifeste que de très importantes questions de technique, de principe et de choix politiques sont posées autour du SME et que les Gouverneurs devront être à même de proposer des réponses à ces importantes questions.

Le Président se réfère à M. Godeaux et souligne l'importance des questions qui se posent en liaison avec le mandat très général adressé par les Ministres. Parmi ces questions, plusieurs Gouverneurs ont mentionné l'utilité de définir une meilleure approche des réalignements et de distinguer éventuellement entre réalignements techniques et réalignements politiques. Une telle distinction est peut-être difficile mais il est certain que plus les ajustements de cours-pivots seraient discrets, limités, opportuns et peu fréquents, mieux le SME fonctionnerait. Malgré le scepticisme exprimé sur l'avenir possible de ces idées relatives aux réalignements, il est utile de les reprendre. Les Gouverneurs devront évidemment examiner bien d'autres questions en prenant en considération les observations faites aujourd'hui. Tout cela devra être incorporé dans le programme de travail pour 1987 qui sera discuté à la séance de février, avec le nouveau Président du Comité.

III. Evolution récente des relations de change entre le yen japonais et les monnaies de la CEE

Le Président rappelle que, en décembre, le Comité avait invité M. Dalgaard et le groupe d'experts des banques centrales de la CEE à poursuivre les réflexions sur le yen. Le rapport qui a été diffusé il y a quelques jours (voir Annexe) mérite l'appréciation du Comité pour la rapidité avec laquelle il a été établi et l'analyse éclairante qu'il contient.

M. Dalgaard se limite à quelques brefs commentaires. Tout d'abord, une petite correction au texte (haut de la page 3) pour préciser que l'autorisation accordée au système d'épargne postale japonais de placer une partie de ses fonds à l'étranger n'entrera en vigueur que le 1er avril 1987. En second lieu, la conclusion principale des experts est claire: l'accès de faiblesse du yen face aux monnaies communautaires est désagréable mais il ne représente peut-être qu'une déviation temporaire d'une tendance générale à la fermeté. Il y a eu des déviations de ce genre dans le passé et, en dépit des réticences de la Banque du Japon, le yen semble avoir de bonnes chances de reprendre un mouvement d'appréciation.

M. Loehnis indique qu'en raison de l'arrivée tardive à Bâle de la plupart des Suppléants, ceux-ci n'ont eu qu'une séance brève lundi matin et n'ont donc pas pu examiner le rapport sur le yen de manière approfondie. Il est clair que les questions traitées dans le rapport devront être reprises à l'avenir. Les Suppléants ont souligné que les relations de change entre la CEE et les pays tiers ne doivent pas être envisagées simplement sur une base bilatérale, mais qu'une approche multilatérale est nécessaire. Un scepticisme, pas unanime toutefois, a été exprimé à l'égard d'arrangements bilatéraux, tels que l'Accord Baker/Miyazawa. En général, il a été estimé peu pratique de faire fonctionner des accords de change séparés entre la CEE et le Japon et les Etats-Unis, car cela présupposerait une stabilité de la relation yen/dollar. En ce qui concerne le yen, l'utilité est reconnue de développer son internationalisation pour mieux lui faire refléter la vigueur de l'économie japonaise. C'est dans ce sens que les efforts ont déjà porté jusqu'ici et la déréglementation en cours du marché financier japonais est un pas important dans cette direction. Les Suppléants ont estimé que la poursuite de l'examen de ces questions des relations de change avec les pays tiers devrait se faire dans le cadre de l'étude des mesures de renforcement du SME mentionnée dans le communiqué sur le réalignement.

De façon plus spécifique, les Suppléants ont noté que si la dévaluation du yen vis-à-vis des monnaies européennes a été depuis juillet 1986 relativement modérée par comparaison à l'appréciation à long terme, elle a néanmoins pratiquement annulé les effets de l'Accord du Plaza. Enfin, il a été suggéré qu'une nouvelle recherche pourrait être faite utilement pour mieux connaître la composition et la direction des mouvements de capitaux à long terme et à court terme à la sortie et à l'entrée du Japon.

M. Hoffmeyer suggère que si l'on craint que les exportations de capitaux japonais vers l'Europe poussent les monnaies du SME vers le haut, les banques centrales du système pourraient compenser ces effets en détenant des yens dans leurs réserves.

IV. Présidence du Comité

Le Président rappelle que ses collègues lui ont fait l'honneur de prolonger son mandat pour un mois afin de permettre de parachever les consultations nécessaires, vu l'incertitude quant à la nomination de M. Camdessus comme Président. Les Gouverneurs qui n'ont pas encore eu la charge présidentielle ont dit qu'ils préféreraient travailler sous une présidence expérimentée et disposer d'un peu plus de pratique du Comité avant d'accepter la charge. Le Comité est donc ramené à son système de roulement sur d'anciens Présidents et M. Ciampi est prêt à accepter la fonction avec effet à la fin de la présente séance.

M. Ciampi remercie le Président et ses collègues de la confiance dont ils lui font preuve en le portant à la tête du Comité. Il ajoute que c'est la seconde fois qu'il assumera cette responsabilité et ce grand honneur; il s'engage à faire de son mieux, avec l'appui de tous ses collègues, pour oeuvrer utilement pour le Comité.

M. Ciampi s'adresse au Président pour lui dire combien tous les Gouverneurs ont apprécié de pouvoir siéger sous son autorité si éclairée, et sont conscients que sa capacité professionnelle, son élégance et son habileté à mener à bon terme les discussions ont beaucoup fait pour le succès des délibérations du Comité, succès auquel a aussi contribué M. Loehnis en tant que Président des Suppléants.

Le Président remercie M. Ciampi et ses collègues de ces aimables paroles et de l'appui qu'il a toujours reçu d'eux. Sans ce soutien des Gouverneurs, la coopération de M. Loehnis et l'appui de toute l'équipe du Secrétariat, il eut été impossible d'assurer la présidence.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Rôle futur du Comité consultatif bancaire

Le Président rappelle que, suite à la discussion des Gouverneurs en décembre, il a écrit au Président du Conseil des Ministres des Affaires étrangères. Une copie de cette lettre et de la réponse de Sir Geoffrey Howe a été diffusée. Il semble que les remarques des Gouverneurs aient été retenues et que la Commission est prête à adopter une solution répondant aux souhaits des Gouverneurs et au caractère très spécifique des affaires bancaires. La question doit toutefois être encore réglée par le Conseil qui est sous présidence belge durant le premier semestre de 1987.

M. Russo rappelle qu'il a fidèlement rapporté à M. Delors les remarques faites par les Gouverneurs en décembre. Le Président de la commission comprend les préoccupations exprimées et espère qu'une solution satisfaisante pour tous sera trouvée.

M. Ó Cofaigh apprécie les efforts faits par le Président et ceux de Sir Geoffrey Howe; il est sensible à l'accueil fait par la Commission. Si cette question était à nouveau discutée dans le Comité consultatif bancaire, les banques centrales y sont toutes représentées et seront donc averties. Quoiqu'il en soit, il faut attendre la suite de l'affaire et la Central Bank of Ireland ne manquerait pas d'alerter le Comité si les développements ne tournaient pas à l'avantage des banques centrales.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance du Comité des Gouverneurs aura lieu à Bâle le mardi 10 février 1987 à 10 heures.

* * *

Avant de passer à l'ordre du jour du Conseil d'administration du FECOM, le Président rappelle que c'est la dernière séance à laquelle assiste M. Camdessus; au nom du Comité, il voudrait compléter, si on peut dire, les hommages qui lui ont déjà été rendus dans d'autres enceintes. M. Camdessus était connu des Gouverneurs quant il était Directeur du Trésor en France et

il a tout de suite frappé par son mélange de charme et d'efficacité qui le caractérise d'une manière si agréable et qui est chose plutôt rare dans le monde actuel. Les Gouverneurs ont eu ensuite le plaisir d'approfondir leurs rapports amicaux avec lui et, si son séjour parmi eux a été trop bref, ils ne manqueront pas de le revoir dans ses nouvelles et importantes fonctions et coopéreront certainement avec lui.

Le Président ajoute que les Gouverneurs ont extrêmement apprécié la contribution de M. Camdessus toujours importante et utile et qui symbolisait si bien la coopération, l'objectivité et l'amitié. Les Gouverneurs regrettent vivement le départ de M. Camdessus et lui adressent leurs meilleurs vœux pour ses nouvelles fonctions.

M. Camdessus répond au Président par les mots ci-après.

Dans notre vieille Europe, pour les hommes de monnaie, il n'y a pas de plus haute dignité que d'être Président du Comité des Gouverneurs. Je ne vais pas accéder à cette dignité, je n'aurai donc pas eu, aujourd'hui, l'honneur de remercier le Président de la manière dont il a guidé ses collègues et je trouve qu'il est juste que cet honneur soit revenu à M. Ciampi. Je ne remercierai par conséquent le Président que pour ses dernières paroles aimables et généreuses. J'ai été trop peu de temps, à mon gré, le pair des Gouverneurs au sein du Comité, je deviens maintenant leur serviteur et je leur demande qu'ils me donnent généreusement leurs conseils, leur soutien et leurs critiques. Dans mon nouveau métier, ayant désormais en charge le DTS, je n'oublierai pas les ambitions que j'ai eues pour l'Ecu et que la mission première du FMI doit être la réconciliation des balances des paiements et les ajustements systémiques entre les grandes économies. Je n'oublierai pas non plus l'expérience de coopération internationale acquise au Comité. Quels qu'en soient les difficultés et les tumultes, cette coopération est unique et j'ai suffisamment appris la place que tient notre confiance mutuelle et notre amitié dans son succès pour essayer de faire prévaloir ailleurs l'esprit que j'ai découvert ici.

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

DECEMBRE 1986

Le présent rapport retrace l'évolution, durant le mois de décembre 1986 et les premiers jours de janvier 1987, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation*.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- poursuite de la baisse du dollar EU;
- nouvelle appréciation du deutsche mark par rapport à la plupart des grandes monnaies;
- accroissement des tensions au sein du SME, se traduisant par d'importantes interventions à la vente de deutsche marks;
- raffermissement de la livre sterling sous l'effet de la remontée des prix pétroliers.

Le dollar EU s'est raffermi quelque peu durant la première quinzaine de décembre mais il s'est déprécié ensuite sensiblement lorsque le sentiment défavorable à la devise américaine s'est amplifié, à la suite de l'apparition de doutes quant à la capacité de l'Administration Reagan de résister à des mesures protectionnistes et au sujet de la vigueur de l'économie américaine.

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

Vers la fin du mois, l'annonce d'un déficit commercial record de \$EU 19,2 milliards des Etats-Unis en novembre a encore assombri les perspectives. Le dollar a fléchi de 1 à 2% par rapport à la plupart des monnaies d'Europe continentale et au yen japonais, et de presque 3% vis-à-vis de la livre sterling.

En décembre, et en particulier durant la seconde quinzaine du mois, les tensions se sont accrues au sein du SME dans le contexte d'une spéculation des opérateurs concernant un possible réalignement au début de la nouvelle année. Plusieurs banques centrales participantes ont vendu des montants importants de deutsche marks pour soutenir leur monnaie au sein du mécanisme de change. Vers la fin du mois, la bande a atteint sa largeur maximale de 2 1/4% lorsque la couronne danoise s'est trouvée à son plancher par rapport au deutsche mark. La lire italienne est demeurée au-dessus du sommet de la bande étroite.

Le deutsche mark s'est encore raffermi vis-à-vis de presque toutes les grandes monnaies, son indice atteignant le niveau record de 170,5 (1972 = 100) le 31 décembre 1986. Son appréciation par rapport au dollar (1,9%) a été nettement moindre qu'en novembre (4,6%), tout en demeurant supérieure à celle de la plupart des autres monnaies du SME. Par voie de conséquence, le deutsche mark s'est également apprécié au sein de la bande de fluctuation du SME, s'élevant à son point d'intervention supérieur vis-à-vis de la couronne danoise, ce qui a déclenché des interventions obligatoires de la Danmarks Nationalbank. D'autres banques centrales membres du système ont effectué des ventes de deutsche marks à l'intérieur des marges, pour des montants parfois substantiels. La livre sterling a été la seule monnaie à l'égard de laquelle le deutsche mark a légèrement baissé.

Essentiellement affecté par la fermeté persistante du deutsche mark, le franc français a par ailleurs subi en fin de période les effets de la dégradation du climat social en France. Ces pressions ont été partiellement exercées par les non-résidents, dont les dégagements ont entraîné de sensibles tensions sur le taux des eurofrancs. Elles ont aussi été liées à d'importants prélèvements de devises par la clientèle française. Le glissement de la monnaie française à l'intérieur de la bande communautaire a été contrôlé par de substantielles interventions à la vente et par un relèvement des taux du marché monétaire.

Soumis à certaines tensions, le franc belge a été maintenu dans une position relativement stable dans la grille des parités, mais à la faveur d'interventions à la vente assez importantes. Sur le marché monétaire, la situation s'est traduite par une augmentation modérée des taux d'intérêt.

Le florin néerlandais a nécessité quelques interventions de soutien durant la seconde quinzaine afin de stabiliser sa position vis-à-vis du deutsche mark. Cette évolution a essentiellement traduit un rétrécissement temporaire de l'écart de taux d'intérêt à court terme en faveur du florin, rétrécissement dû au fait que les taux ont moins progressé aux Pays-Bas qu'en Allemagne.

La couronne danoise s'est affaiblie durant le mois et a été soutenue à la limite par rapport au deutsche mark à la fin de décembre. Cette évolution a été due aux tensions qui ont généralement affecté le SME et à l'incertitude régnant sur le marché au sujet de la balance des paiements du Danemark.

La livre irlandaise a été relativement stable au sein de la bande du SME. Toutefois, la demande nette de monnaies étrangères au cours de la dernière semaine a provoqué un fléchissement de la livre irlandaise et s'est traduite par des interventions modérées de la Central Bank of Ireland pour soutenir sa monnaie.

La lire italienne, tout en se maintenant au sommet de la bande durant toute la période, a légèrement baissé au sein du système pendant les derniers jours du mois, en liaison avec la forte hausse du deutsche mark par rapport au dollar EU. La Banca d'Italia est intervenue dans les deux sens pour contenir les variations du taux de change, clôturant le mois comme vendeur net.

La livre sterling s'est raffermie en prévision et à la suite de la réunion de l'OPEP et du redressement des prix pétroliers. Sur l'ensemble du mois, son indice pondéré a gagné 1 1/2%, pour s'établir à 69,2.

La drachme grecque s'est dépréciée de 0,6% par rapport au dollar EU et de 2,1% à l'égard de l'Ecu en décembre. En termes effectifs, elle a baissé de 2,2% durant le mois.

La peseta espagnole s'est appréciée de 0,9% vis-à-vis du dollar EU au cours de la période sous revue, mais s'est affaiblie de 0,2%, en termes effectifs, par rapport aux monnaies communautaires.

En décembre, l'escudo portugais a fléchi par rapport à la plupart des grandes monnaies - 1,1% vis-à-vis du deutsche mark et 0,6% à l'égard du yen japonais - mais il s'est apprécié de 0,9% par rapport au dollar EU. En termes effectifs, il a fléchi de 0,6%.

Le franc suisse a fluctué sans tendance précise dans un marché étroit. Sur une base pondérée, il est demeuré pratiquement inchangé au total.

La couronne suédoise a été soumise à des pressions en décembre - l'indice est passé de 131,6 à 131,8 - et la Sveriges Riksbank est intervenue presque tous les jours en vendant des dollars. La demande nette de monnaies étrangères provenait principalement de sociétés suédoises désireuses de rembourser des prêts à court terme en devises en vue de réduire leurs bilans à l'approche de la fin de l'année. Les autres facteurs ayant contribué aux sorties de capitaux ont été la baisse du dollar, la pression exercée sur les autres monnaies scandinaves et les modifications des perspectives d'évolution des taux d'intérêt internes.

La couronne norvégienne s'est située, presque tout au long du mois, près du point d'intervention inférieur de son indice composite. En termes effectifs, elle n'a guère varié, s'appréciant de 1,6% envers le dollar EU et se dépréciant de 0,1% par rapport à l'Ecu. Pour stopper les sorties spéculatives de capitaux à court terme, la Norges Bank a relevé de 14% à 16%, le 2 décembre, son taux d'intérêt sur les facilités d'emprunt au jour le jour des banques. La hausse des taux du marché monétaire qui s'ensuivit a également conduit à une tension des taux d'intérêt des avances bancaires à court terme à l'économie. Suite à l'atténuation des sorties spéculatives de capitaux et au renforcement de la confiance dans un cours de change stable, la Norges Bank a abaissé son taux d'intérêt à 15,5% le 16 décembre et à 14,8% le 17 décembre. La couronne a toutefois été soumise à de nouvelles pressions dans la deuxième quinzaine du mois; ces pressions, d'une intensité sensiblement moins forte, reflétaient à la fois le déficit de la balance des paiements courants et les ajustements des positions externes des entreprises vers la fin de l'année.

Le dollar canadien a évolué à l'intérieur d'une fourchette relativement étroite et a terminé la période à \$EU 0,7244, soit pratiquement au même niveau qu'à la fin de novembre. Il a été conforté par le maintien d'un écart favorable entre les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés monétaires canadien et américain et par la demande étrangère de titres libellés en dollars canadiens. Cette incidence a toutefois été plus ou moins compensée par la demande nette de dollars EU à des fins commerciales en liaison avec les besoins de fin d'année.

Le yen japonais s'est apprécié de 1,3% par rapport au dollar EU en décembre. Bien qu'il se soit replié légèrement au début du mois sous l'effet de la forte demande de dollars des investisseurs institutionnels japonais, il a ensuite accompagné les monnaies européennes dans leur mouvement de hausse dans un marché relativement étroit.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

En décembre, les ventes nettes de dollars EU par les banques centrales se sont élevées à \$EU 1,4 milliard, contre \$EU 0,2 milliard en novembre. Le principal vendeur a été la Norges Bank.

b) Interventions en monnaies communautaires

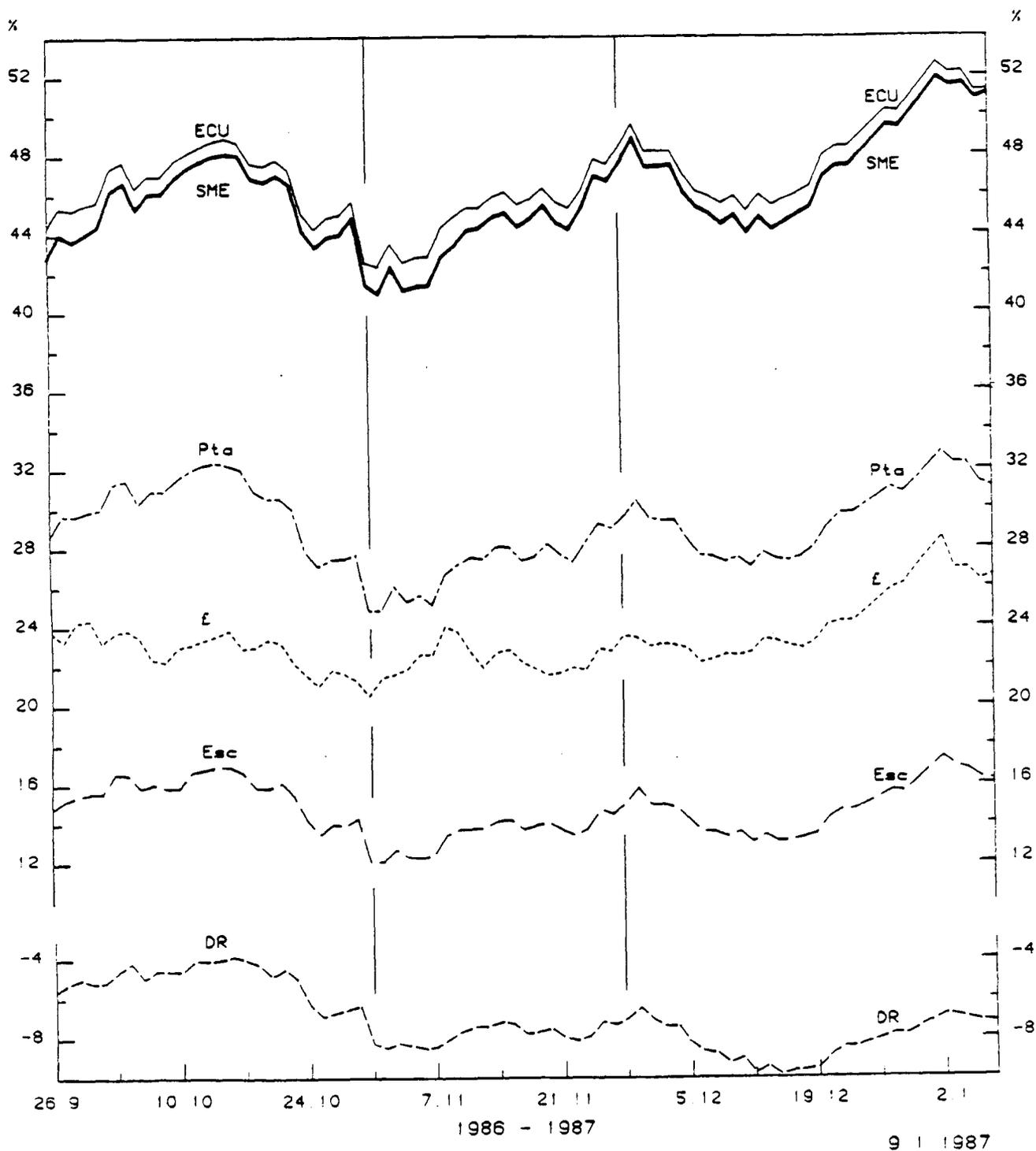
Les interventions brutes en monnaies communautaires et en Ecus se sont élevées à l'équivalent de \$EU 7,6 milliards, contre \$EU 3,0 milliards en novembre. La Banque de France a effectué des ventes nettes de deutsche marks particulièrement importantes durant le mois et les banques centrales du Danemark, de Belgique, d'Italie et des Pays-Bas ont également procédé à de fortes cessions nettes de deutsche marks.

III. PREMIERS JOURS DE JANVIER 1987

Le sentiment baissier à l'égard du dollar EU s'est intensifié durant les premiers jours de janvier, mais les interventions notables de la Banque du Japon et de la Bundesbank ont permis de maintenir les cotations du dollar dans une fourchette étroite par rapport à la plupart des grandes monnaies.

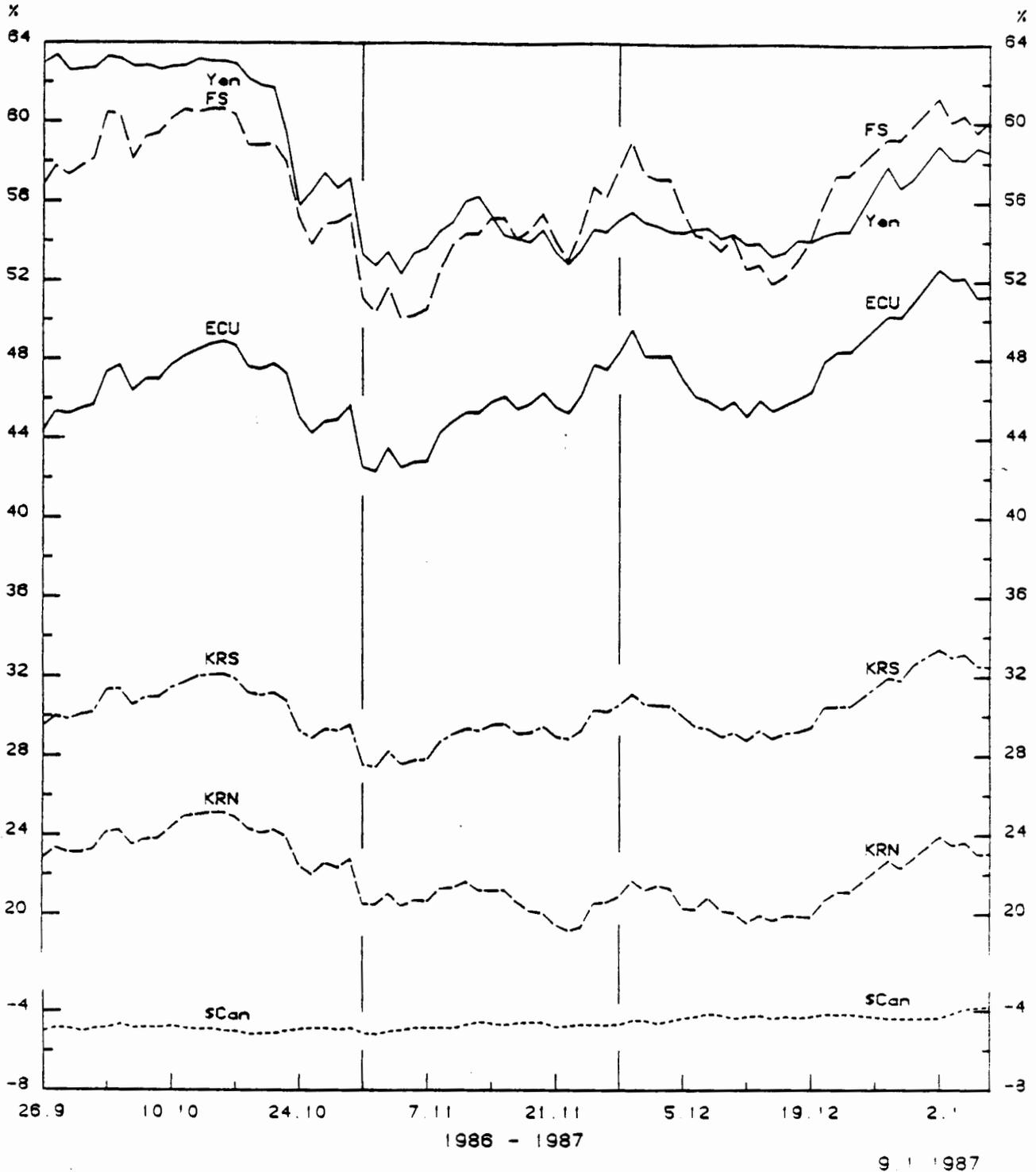
Les tensions se sont accentuées au sein du SME et ont donné lieu à des ventes massives de deutsche marks ainsi qu'à un relèvement des taux d'intérêt officiels par plusieurs banques centrales. Avec effet au 12 janvier 1987, les cours-pivots ont été ajustés au sein du SME: le deutsche mark et le florin néerlandais ont été réévalués de 3% et le franc gelge de 2% par rapport aux autres monnaies participant au mécanisme de change du SME.

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 1984 VIS-A-VIS DU \$EU *



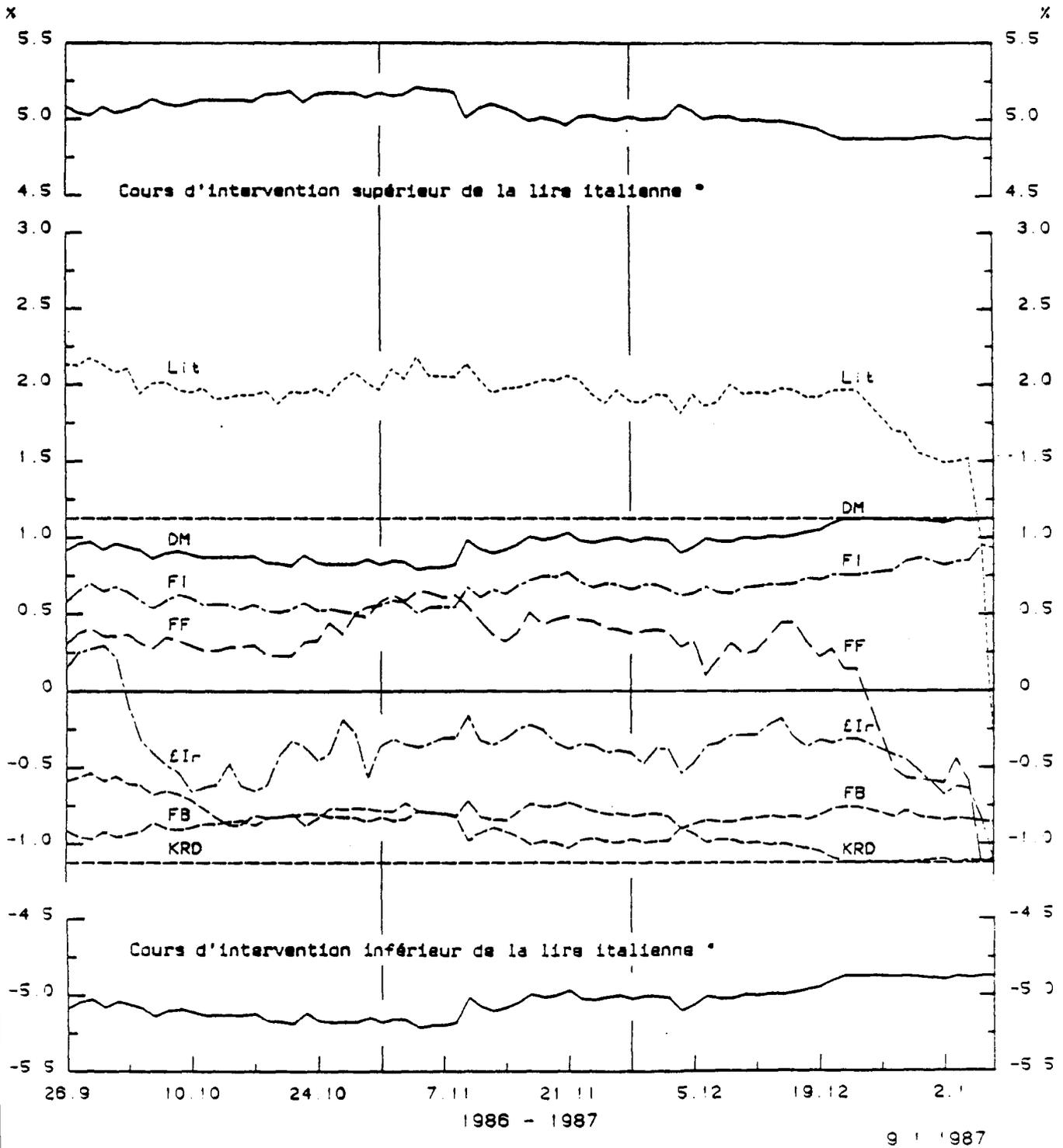
• Voir page suivante.

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 1984 VIS-A-VIS DU \$EU *



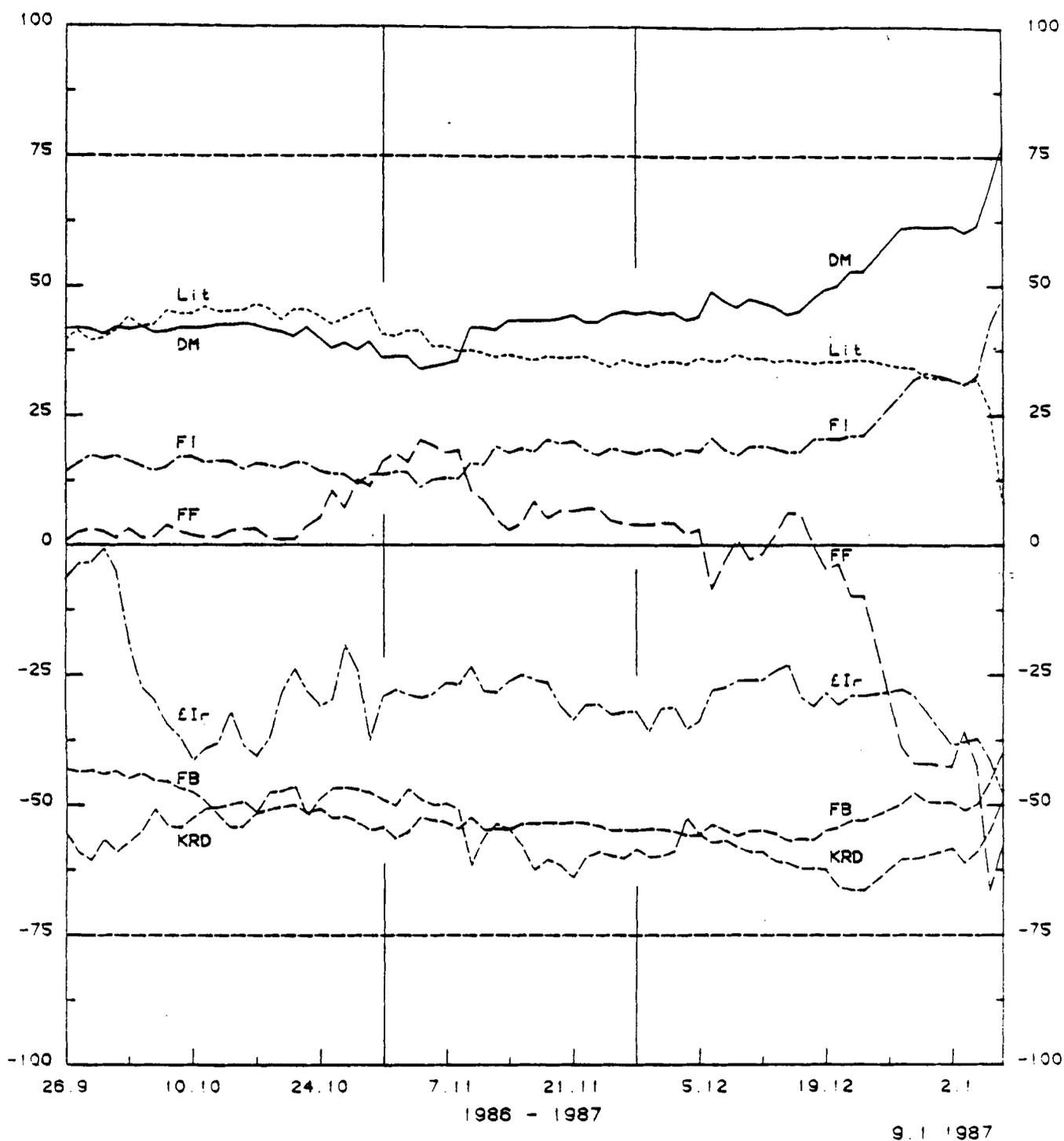
* ECU 0,708946; £ 0,8602; OR 128,4199; PTA 173,2995; ESC 169,7506;
\$Can 1,32; FS 2,593; Yen 251,1503; KRS 8,985; KRN 9,0875; cours
médian des monnaies participant au SME 0,71678. Le cours médian
des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière
des cours des deux monnaies à marge de 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



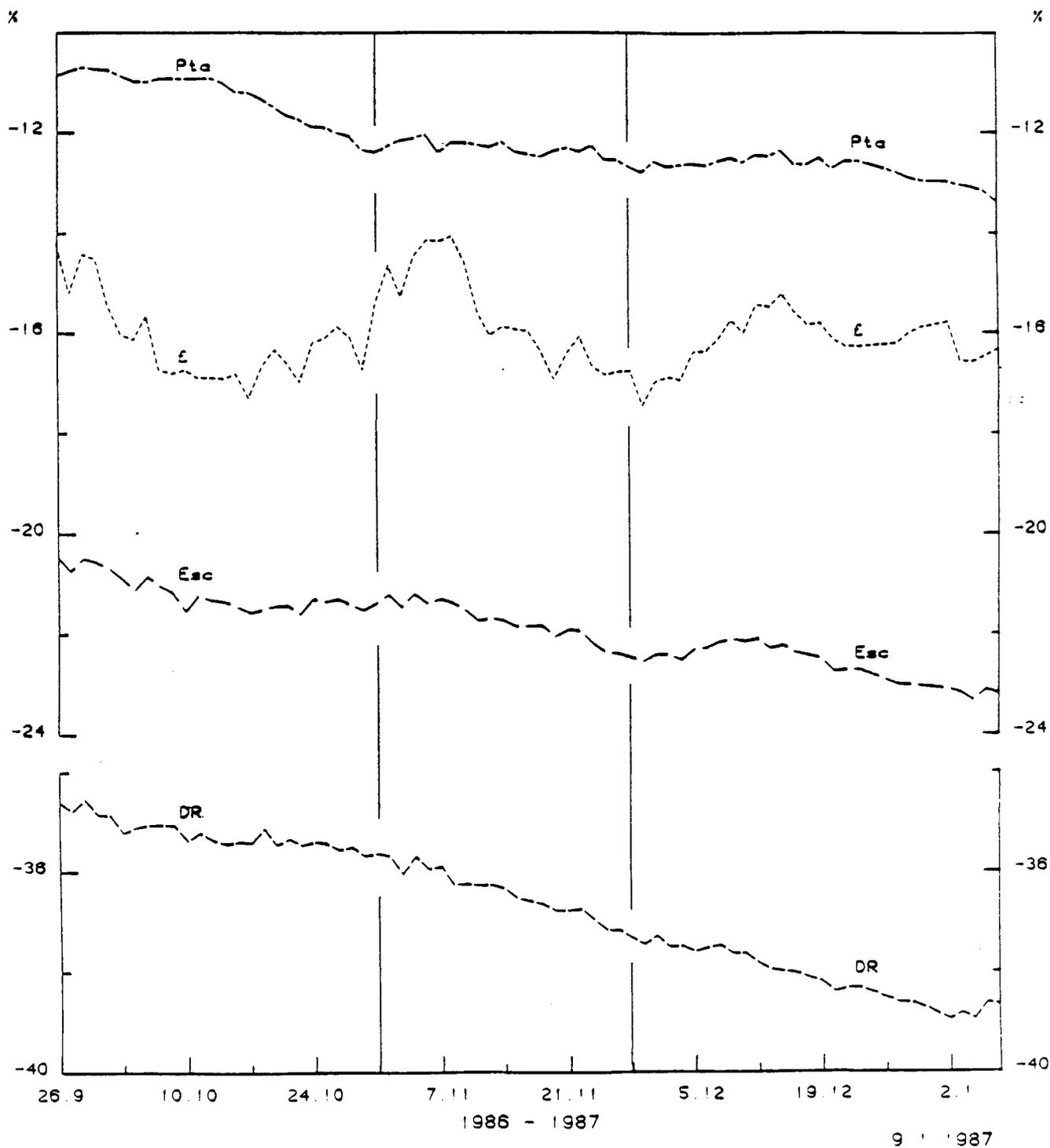
* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de $\pm 2,25\%$.

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE •



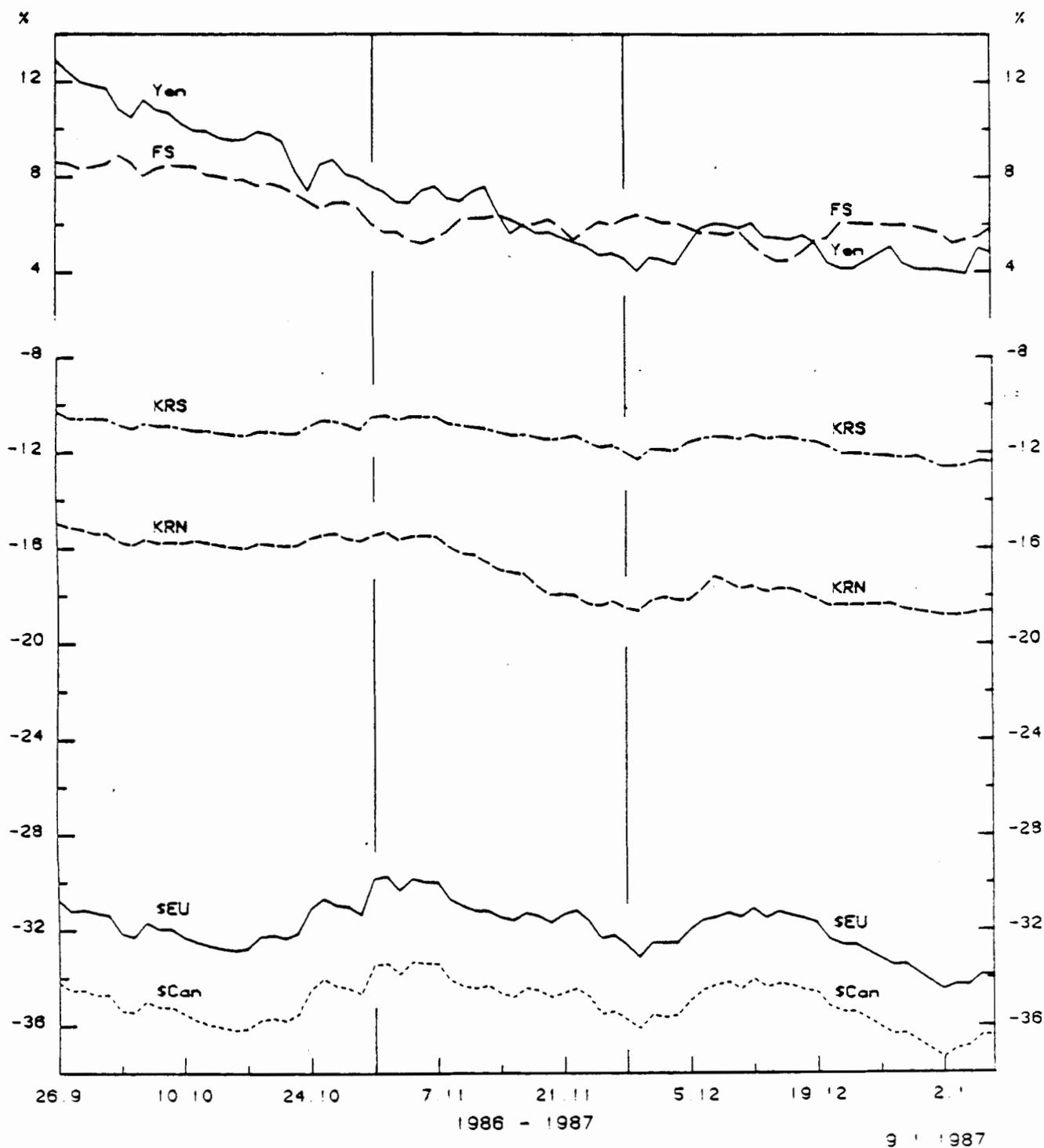
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU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

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDO PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES
LE 31 DECEMBRE 1984 *



* £ 0,609846; DR 91,0428; PTA 122,86; ESC 120,344.

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 1984 *



* \$EU 0,708946; \$Can 0,935808; FS 1,8383; Yen 178,052; KRS 6,36988;
KRN 6,44254.

Groupe d'experts présidé par M. Dalgaard

RAPPORT DU PRESIDENT
SUR L'EVOLUTION RECENTE DES RELATIONS DE CHANGE
ENTRE LE YEN JAPONAIS ET LES MONNAIES DE LA CEE

1. Introduction

Lors de sa séance du 9 décembre 1986, le Comité des Gouverneurs a demandé au groupe d'experts, pour faire suite à mon exposé oral sur l'évolution récente des relations entre le yen japonais et les monnaies de la CEE, d'élaborer un rapport écrit sur ce sujet. Comme la Présidence souhaitait que ce document soit achevé pour la réunion de janvier du Comité, il n'a pas été possible de présenter un rapport approuvé. Il s'agit donc d'un rapport du Président établi sur la base d'une réunion du groupe d'experts que je préside. Ce document étudie l'affaiblissement du yen par rapport aux monnaies de la CEE durant les tout derniers mois, dans le cadre des mouvements de taux de change à plus long terme, et s'efforce de dégager les raisons de ce fléchissement; il analyse ensuite l'évolution probable du yen et les effets possibles d'une nouvelle baisse sur la stabilité du SME et passe en revue les mesures disponibles pour contrecarrer une telle évolution.

2. Evolution récente du taux de change du yen

De la fin de juillet à la fin de décembre 1986, le yen s'est déprécié d'environ 9% à l'égard de l'Ecu. Etant donné qu'il n'a cédé que peu de terrain par rapport au dollar EU et d'autres monnaies importantes pour le Japon, le taux de change effectif du yen n'a fléchi que d'environ 5%.

Il convient de replacer la dépréciation récente du yen dans le contexte de son appréciation à plus long terme. Entre le début de 1980 et

la fin de juillet 1986, le yen s'était apprécié en moyenne d'environ 100% envers l'Ecu et son taux de change effectif s'était valorisé de 80%. En conséquence, l'évolution constatée durant les cinq derniers mois de 1986 ne constitue qu'une légère inversion de la tendance antérieure.

Les statistiques sur les taux de change réels, c'est-à-dire les taux de change nominaux corrigés des coûts unitaires de main-d'oeuvre, donnent à penser que le yen a perdu une part de compétitivité depuis 1982. A noter toutefois que cet affaiblissement du taux de change réel est calculé sur la base de la hausse moyenne de la productivité dans l'industrie de transformation du Japon considérée dans son ensemble. Or, les gains de productivité ont été nettement plus élevés dans des secteurs importants de l'industrie d'exportation. Ainsi, au cours de la période 1975-1984, la progression moyenne de la productivité dans l'industrie de transformation en général a été de 6% par an, alors que dans le secteur de l'équipement électrique elle a été de 13,2% par an. Aussi le taux de change réel ne constitue-t-il pas, dans ce cas, une mesure utile de la compétitivité. L'accroissement continu de l'excédent de la balance commerciale ces dernières années montre que l'industrie d'exportation japonaise a été très compétitive. Si la vive hausse du yen depuis février 1985 a dû se traduire par une perte de compétitivité, les réductions des prix en yens opérées par les exportateurs japonais jusqu'à présent expliquent cependant pourquoi le volume d'exportation n'a enregistré qu'une légère baisse.

3. Raisons de la dépréciation du yen à l'égard des monnaies de la CEE depuis juillet 1986

L'affaiblissement du yen depuis juillet 1986 est dû à des sorties nettes considérables de capitaux à long terme, qui ont plus que compensé le très fort excédent de la balance des paiements courants.

Les placements à l'étranger de capitaux à long terme du Japon ont revêtu pendant un certain temps une grande ampleur et n'ont cessé de s'accroître. Cela est dû à plusieurs raisons. Le niveau élevé de l'épargne combiné avec des possibilités de placement plutôt limitées au Japon s'est traduit par une propension élevée à investir à l'étranger. Les investissements à l'étranger ont été freinés dans le passé par les restrictions imposées aux investisseurs institutionnels, mais ces limitations ont été progressivement allégées ces dernières années.

Depuis la fin du mois de juillet 1986, les sorties de capitaux à long terme ont continué de s'accroître, par suite de l'adoption d'un certain nombre de mesures de libéralisation de la réglementation des exportations de capitaux. C'est ainsi que le système de l'épargne postale a été autorisé à placer une partie de ses fonds à l'étranger.

Parallèlement, on a constaté au cours de ces derniers mois des cessions d'actions japonaises acquises antérieurement par des non-résidents, les investisseurs étrangers s'attendant à un recul de leurs cours ainsi que, peut-être, à une stabilisation, voire à une baisse, du cours du yen.

Le niveau relativement faible des taux d'intérêt japonais a certainement contribué à stimuler les sorties de capitaux. Cependant, les écarts de taux d'intérêt ne se sont pas élargis, dans l'ensemble, ces derniers mois. L'évolution des taux d'intérêt ne semble donc pas avoir constitué un facteur important dans le recul du yen.

Il en va sans doute différemment des anticipations de taux de change. Après la vive appréciation du yen et les mesures de politique économique prises par les autorités japonaises, les investisseurs japonais ont peut-être estimé, au milieu de 1986, que l'on pouvait raisonnablement s'attendre à une pause dans l'appréciation du yen.

Il est possible qu'une stabilisation temporaire du cours de change yen/dollar ait paru plausible au marché japonais; en effet, à plusieurs reprises dans le passé, les autorités de ce pays étaient parvenues à stopper la hausse de leur monnaie et à maintenir le cours de change du dollar à un niveau relativement stable pendant une certaine période. Les anticipations des opérateurs du marché concernant le désir et la capacité des autorités japonaises de stabiliser le cours du dollar ont été corroborées par de nombreuses déclarations publiques dans ce sens et par les ventes massives de yens contre dollars EU de la Banque du Japon - \$EU 12 milliards d'avril 1986 à août 1986, où le dollar a effectivement été stabilisé. Il est possible que l'accord Baker/Miyazawa constitue un élément de la stratégie des autorités japonaises de stabilisation du cours du dollar; encore faut-il noter que cet accord n'a été conclu qu'après le début de la période d'affaiblissement du yen et que, mis à part un effet d'annonce initial, sa portée réelle n'apparaît pas clairement.

4. Evolution probable du yen

Selon les prévisions récentes de l'OCDE, établies sur la base des politiques économiques prévues maintenant dans les principaux pays, il semble que l'excédent de la balance des paiements courants du Japon se poursuivra à un niveau très élevé pendant quelques années encore. L'OCDE s'attend, en revanche, à une réduction importante de l'excédent des paiements courants des pays de la Communauté. En l'absence d'autres mesures significatives, une reprise de l'appréciation du yen serait nécessaire pour permettre une réduction substantielle de l'excédent de la balance des paiements courants du Japon.

Il est donc vraisemblable que le yen continuera à se renforcer, mais il est impossible de prévoir le moment où cela se produira. Il existe probablement toujours un très fort potentiel de sorties de capitaux à long terme que les autorités pourraient libérer au moyen de nouvelles mesures dans ce sens, à l'effet de neutraliser pendant un certain temps l'excédent de la balance des paiements courants. En revanche, la liquidation d'actions japonaises par des investisseurs étrangers s'arrêtera tôt ou tard et l'on peut même s'attendre à de nouveaux investissements nets de non-résidents au Japon. Cela contribuerait, à l'évidence, à renforcer le yen.

Les sorties de capitaux à long terme du Japon se sont généralement dirigées essentiellement vers les actifs en dollars EU. Si les investisseurs japonais décidaient de transférer une partie de ces sorties vers des monnaies communautaires, il en résulterait un renforcement de ces monnaies par rapport au dollar - et par rapport au yen.

D'autre part, on estime généralement que la correction de l'important déficit commercial des Etats-Unis nécessitera une nouvelle dépréciation du dollar EU. Si le Japon parvenait, dans ces conditions, à stabiliser le cours de change yen/dollar, il en résulterait un nouvel affaiblissement du yen envers les monnaies européennes. On peut néanmoins se demander si les Etats-Unis - malgré l'accord Baker/Miyazawa - pourraient accepter que la monnaie du principal exportateur aux Etats-Unis soit exemptée d'un affaiblissement général du dollar.

5. Implications de l'évolution du yen pour le SME et les pays de la Communauté

Le fléchissement du yen a été modéré et bref jusqu'à présent et n'a donc eu qu'une faible incidence sur le SME et les pays de la Communauté.

Il n'est pas exclu que la monnaie japonaise se raffermisse à nouveau dans un proche avenir, auquel cas les problèmes seraient résolus dans l'immédiat.

Toutefois, il est également possible que le yen se maintienne à son faible niveau actuel par rapport aux monnaies européennes ou même qu'il continue de s'affaiblir. Une telle évolution aurait probablement de sérieuses répercussions dans les pays de la CEE si elle venait à se prolonger.

Tout d'abord, une baisse persistante du yen vis-à-vis des monnaies communautaires pourrait inciter les exportateurs japonais à transférer une partie de leurs exportations du marché américain vers l'Europe. Il en résulterait un accroissement de la pénétration des exportations japonaises, déjà observé sur plusieurs marchés européens, et des conséquences évidentes tant pour la balance des paiements que pour la production intérieure des pays de la Communauté. Il s'agit là, cependant, de questions qui ont trait aux relations commerciales entre l'Europe et le Japon et qui sont plutôt d'ordre politique que monétaire.

Deuxièmement, une augmentation des flux de capitaux japonais vers l'Europe pourrait avoir des implications pour le SME, même si elle ne s'accompagnait pas d'un affaiblissement du yen. Comme il est peu probable que les placements japonais en Europe se répartissent entre les monnaies européennes en fonction de l'importance de leur marché, cet afflux pourrait facilement entraîner une aggravation des tensions au sein du SME. En principe, une entrée de capitaux dans les pays du SME se traduirait par un renforcement du deutsche mark. Si ces capitaux provenaient du Japon, cette conséquence serait moins évidente. Pour des raisons de caractère institutionnel, les investisseurs japonais paraissent attacher une importance particulière à un taux d'intérêt nominal élevé, ce qui pourrait rendre plus attrayantes certaines des autres monnaies du SME assorties d'un taux d'intérêt élevé. En fait, les récents placements d'investisseurs japonais en monnaies européennes semblent s'être portés notamment sur des titres libellés en Ecus.

6. Possibilités d'une action communautaire pour s'opposer à une nouvelle dépréciation du yen

Un certain nombre de possibilités s'offrent aux autorités monétaires de la Communauté économique européenne pour s'opposer à une nouvelle dépréciation du yen.

Comme il serait difficile et, en tout cas, fort long d'agir sur les paiements courants du Japon, de l'Europe et des Etats-Unis, il faudrait chercher à influencer les mouvements de capitaux. Il conviendrait surtout de s'efforcer de rendre moins attrayantes les sorties de capitaux du Japon, afin que l'excédent des paiements courants se traduise par un raffermissement sensible de la monnaie japonaise. Il importe également de veiller à ce que les flux de capitaux vers les Etats-Unis soient suffisants pour limiter toute nouvelle baisse du dollar.

Les mouvements de capitaux sont essentiellement influencés par les écarts de taux d'intérêt, les anticipations de taux de change et les modifications des restrictions encore en vigueur.

a) Politique de taux d'intérêt

En théorie, un relèvement des taux au Japon et aux Etats-Unis serait utile. Une telle éventualité n'est toutefois guère vraisemblable dans les circonstances actuelles et, de toute façon, n'est pas directement du ressort de la Communauté.

Un abaissement des taux d'intérêt communautaires pourrait aussi, cependant, modifier les écarts de taux d'intérêt. Une nouvelle réduction des taux officiels en Allemagne apparaît improbable actuellement et les autres pays du SME ne sont pas en mesure de réduire leurs taux par rapport à ceux de l'Allemagne. Enfin, la capacité des autorités d'influencer l'évolution des taux à long terme est limitée.

b) Politique d'intervention

S'il était possible d'agir directement sur les anticipations des mouvements de taux de change, ces anticipations pourraient engendrer des mouvements de capitaux et se trouver ainsi réalisées. Les anticipations pourraient probablement être influencées par les déclarations officielles, bien que l'expérience semble montrer que, dans le meilleur des cas, ces seules déclarations n'ont qu'un effet très limité. Si les déclarations

étaient suivies d'interventions énergiques, elles pourraient s'avérer plus efficaces. Les interventions ne devraient être considérées que comme des mesures temporaires destinées à empêcher les taux de change de s'écarter d'un niveau compatible avec les données économiques fondamentales. Dans le cas du yen, les récentes variations du taux de change peuvent sembler effectivement incompatibles avec les données fondamentales. Cependant, comme c'est la politique des autorités japonaises qui a visé à stabiliser le yen vis-à-vis du dollar EU (ce qui implique une baisse par rapport aux monnaies communautaires), des interventions de la part des pays de la CEE pour renforcer le yen pourraient créer un conflit au niveau politique.

c) Coopération possible entre les pays de la Communauté, le Japon et les Etats-Unis

Nombre de mesures qui pourraient être utiles d'un point de vue communautaire devraient être prises ou soutenues par le Japon. Il pourrait s'agir notamment:

- d'interventions concertées destinées, par exemple, à empêcher une nouvelle baisse du yen par rapport aux monnaies communautaires;
- de limitations des sorties de capitaux de la part des investisseurs institutionnels japonais, par exemple en différant une nouvelle libéralisation de la réglementation sur l'investissement institutionnel;
- de mesures visant à accroître l'attrait des investissements au Japon pour les non-résidents.

On peut toutefois émettre quelques doutes quant à la possibilité de mettre ces mesures en oeuvre; elles équivaldraient à une politique commune à l'égard du yen qui ne poserait pas moins de problèmes qu'une politique commune à l'égard du dollar. En outre, une déclaration sur les relations de taux de change entre les monnaies communautaires et le yen n'aurait probablement d'incidence durable que si elle recevait l'appui du Japon.

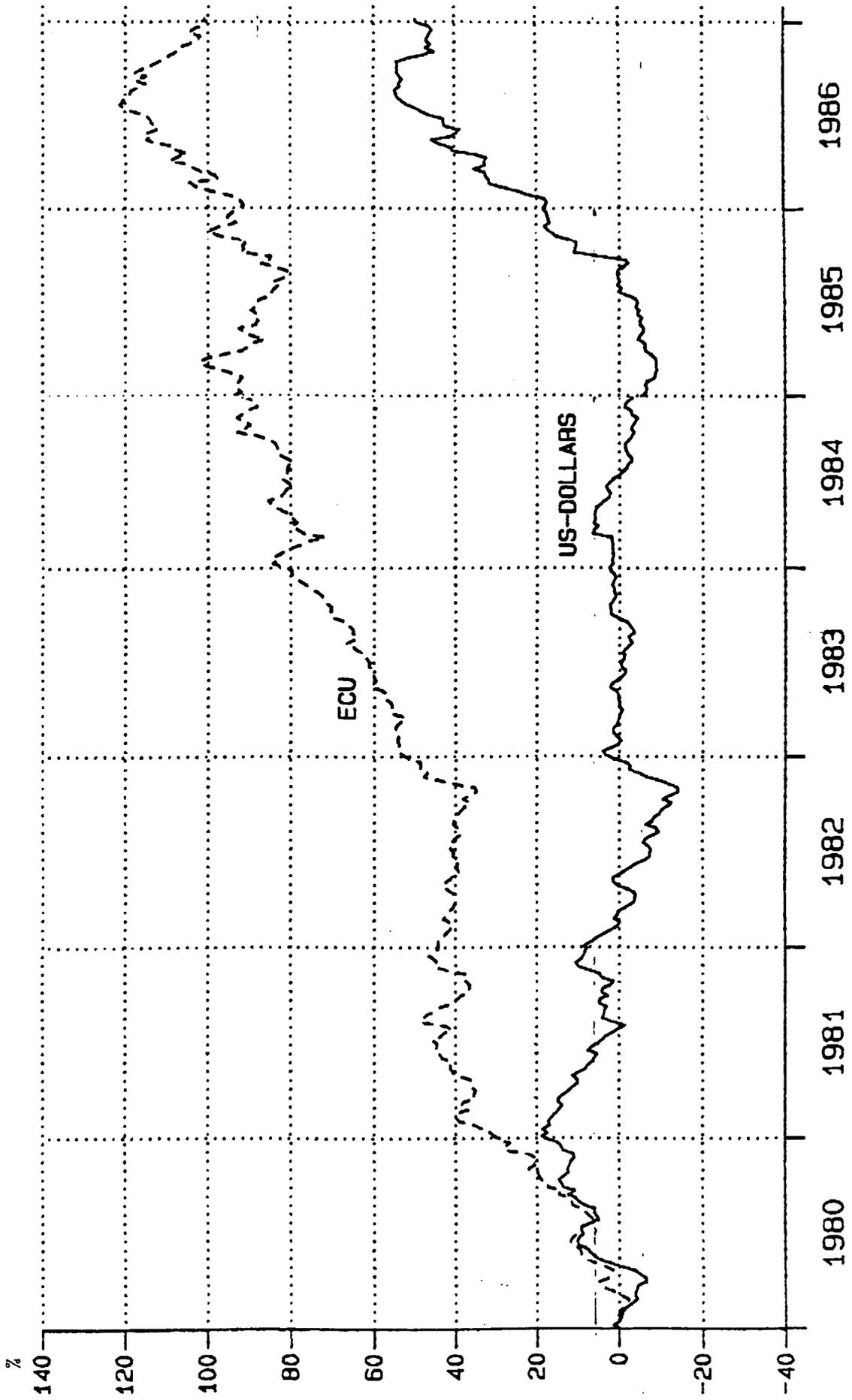
Il convient de noter qu'en raison de l'accord existant entre les Etats-Unis et le Japon tout accord entre la CEE et le Japon devrait en principe recueillir l'assentiment des Etats-Unis.

7. Conclusions

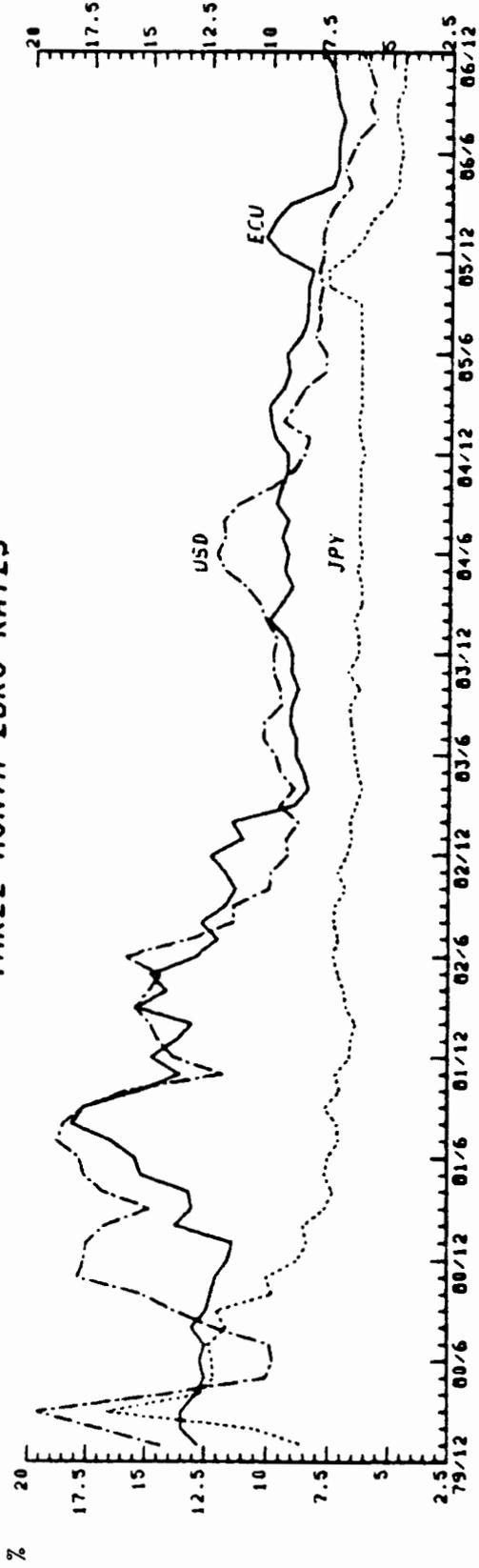
Le fléchissement du yen, enregistré depuis juillet 1986, par rapport aux monnaies européennes apparaît modeste compte tenu de son appréciation antérieure. Son incidence sur les pays de la Communauté et sur le SME a, jusqu'à présent, été faible. Etant donné la solidité de la balance des paiements courants du Japon, les perspectives à plus long terme laisseraient plutôt présager un raffermissement de la monnaie japonaise. On ne peut toutefois exclure que l'affaiblissement du yen se poursuive pendant quelque temps, ce qui pourrait affecter sensiblement la balance des échanges commerciaux entre l'Europe et le Japon. Si les investisseurs japonais venaient à modifier leurs préférences pour les actifs libellés en dollars au profit d'avoirs en monnaies communautaires, des tensions pourraient en résulter au sein du mécanisme de change du SME. Si les autorités monétaires européennes se montraient désireuses d'influencer l'évolution du cours de change du yen, elles auraient alors le choix, dans le cadre de la politique monétaire, entre une action sur les taux d'intérêt, des interventions et une coopération avec le Japon et les Etats-Unis. Toutes ces trois approches comportent toutefois des limites, que ce soit sur le plan opérationnel ou au niveau politique, ou sur les deux à la fois.

DANMARKS NATIONALBANK
Foreign Department
7th January 1987

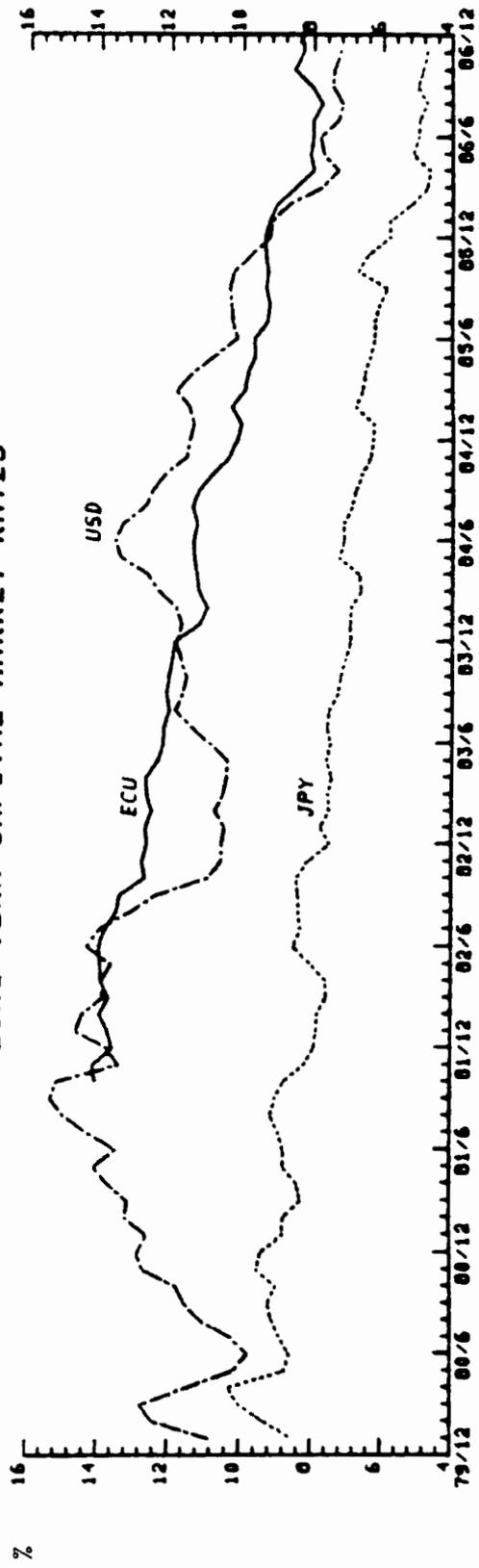
NOMINAL EXCHANGE RATES OF THE YEN
ECU and US-dollars per Yen, changes since 1st January 1980



INTEREST RATES THREE-MONTH EURO-RATES

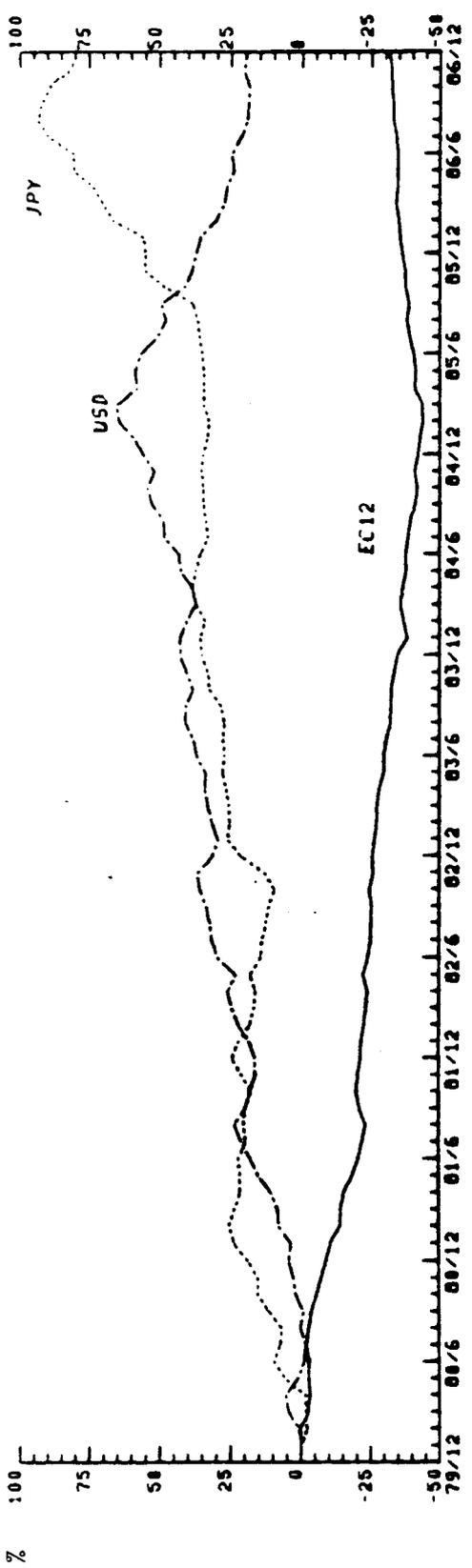


LONG TERM CAPITAL MARKET RATES

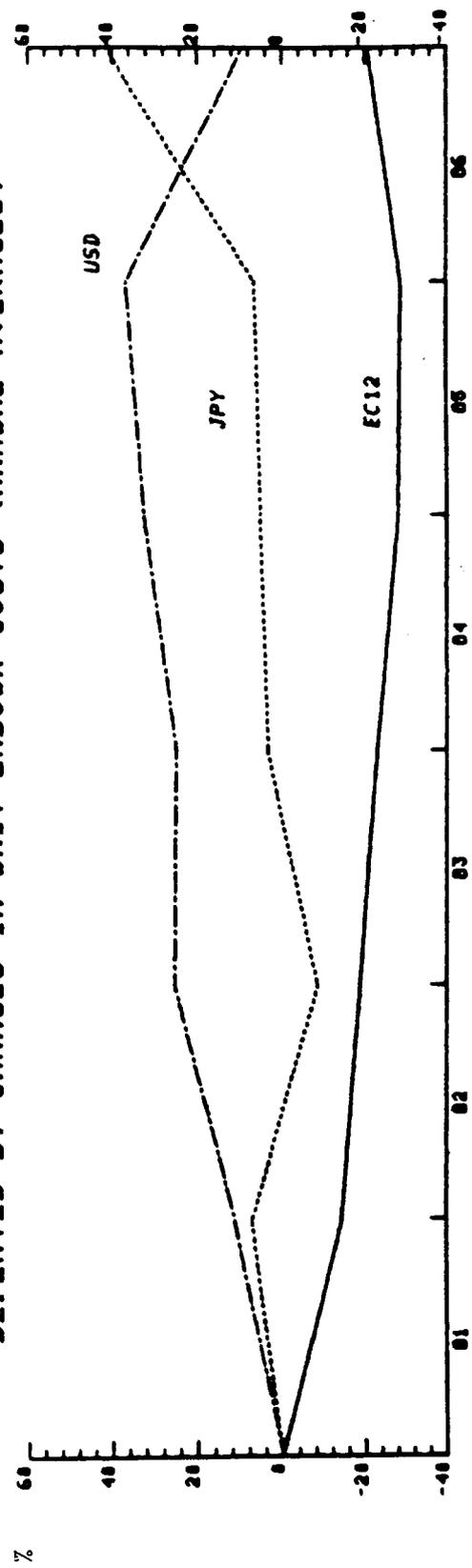


Source: BIS data bank.

CHANGES IN EFFECTIVE EXCHANGE RATES SINCE 1980
NOMINAL EFFECTIVE EXCHANGE RATES (MONTHLY AVERAGES)



DEFLATED BY CHANGES IN UNIT LABOUR COSTS (ANNUAL AVERAGES) *



*Figures for 1986 are forecasts drawn up in October 1986.

Source: Commission departments.

Japan

Balance-of-payments, 1980-86.
In billions of US \$

	1986														
	Jan.	Febr.	March	April	May	June	July	Aug.	Sept.	Oct.					
<u>Trade balance (fob/fob)</u>	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1986	1986	1986	1986	1986	1986		
	2.1	20.0	18.1	31.5	44.3	56.0	2.4	4.8	7.4	7.7	8.3	7.8	8.1	9.8	8.7
of which:															
United States ¹	7.0	13.3	12.2	18.2	33.1	39.5	2.9	3.7	3.8	4.6	4.0	3.9	4.4	4.8	5.0
EEC ¹	8.8	10.3	9.5	10.4	10.2	11.1	1.0	1.5	1.6	1.4	1.5	1.3	1.6	1.9	1.0
Energy imports ¹	-57.7	-58.9	-52.1	-44.9	-44.7	-39.8	-3.2	-3.7	-2.9	-2.2	-1.5	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6
<u>Current-account balance</u>	-10.7	4.8	6.9	20.8	35.0	49.2	1.9	3.9	6.8	7.8	7.6	7.7	7.1	9.1	8.3
<u>Long-term capital, net</u>	2.3	-9.7	-15.0	-17.7	-49.7	-64.5	-7.2	-8.1	-3.7	-12.1	-9.9	-6.8	-13.2	-13.4	-16.3
of which:															
Investment abroad: Direct	-2.4	-4.9	-4.6	-3.6	-6.0	-6.4	-0.7	-0.6	-1.2	-0.5	-1.2	-0.7	-1.1	-1.0	-1.6
- Portfolio	-3.7	-8.8	-9.7	-16.0	-30.8	-59.8	-6.3	-7.0	-6.3	-11.8	-8.9	-5.8	-8.2	-11.2	-8.1
- Others	-4.7	-9.1	-13.1	-12.8	-20.0	-15.6	-0.7	-0.9	-1.5	-1.7	-0.9	-1.0	-1.3	-1.8	-1.3
Investment at home: Direct	0.3	0.2	0.4	0.4	-0.0	0.6	0.0	0.0	0.1	-0.0	0	0.1	-0.0	-0.0	0.0
- Portfolio	13.1	13.2	11.9	14.1	7.2	16.8	0.5	0.4	5.2	1.9	1.1	0.7	-2.5	0.6	-5.3
- Others	-0.3	-0.3	0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0	0.0
<u>Short-term capital, net ²</u>	15.7	9.0	-2.1	-3.7	13.0	7.8	7.8	3.0	-1.6	2.9	2.9	3.0	6.7	5.6	8.2

¹ On a custom basis (fob/cif). ² Includes authorized foreign exchange banks.