

PROCES-VERBAL *
DE LA 238e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 SEPTEMBRE 1989 A 9 HEURES 30

Sont présents: le Gouverneur de la Banque de Grèce et Président du Comité, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos, Karamouzis et Brissimis; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Verplaetse, accompagné par MM. Rey et Michielsens et Mme de Wachter; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. Linde et Durán; le Gouverneur de la Banque de France, M. de Larosière, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Doyle, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Santini; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász et Benard; le Gouverneur du Banco de Portugal, M. Tavares Moreira, accompagné par MM. Pego Marques et Amorim; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Crockett et Price; le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Christophersen, accompagné par MM. Carré et Schmidt; le Directeur Général de l'Institut Monétaire Luxembourgeois, M. Jaans; M. Kees, Secrétaire du Comité monétaire. Assiste en outre M. Dalgaard, Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Giles sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

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

I. Approbation du procès-verbal de la 237e séance

Le Comité approuve le procès-verbal de la 237e séance, étant entendu que les amendements de caractère rédactionnel qui ont été proposés seront incorporés dans le texte définitif.

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

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

A. Exposé de M. Dalgaard

Le "Groupe Surveillance" a centré son attention sur les questions concernant la lire italienne et la peseta espagnole, après avoir discuté brièvement la situation du dollar. Après un certain affaiblissement à partir de mi-juin, le dollar s'est raffermi à nouveau depuis le début d'août pour atteindre tout récemment le cours de 2 DM, soit presque le niveau le plus élevé enregistré en juin. Cette évolution tient à plusieurs facteurs, en particulier à la forte confiance dans le dollar qui est peut-être liée au fait que, depuis deux ans et demi, il apparaît en moyenne plus profitable d'investir en dollars qu'en deutsche marks ou en yens. Les différentiels de taux d'intérêt en faveur du dollar sont relativement étroits, plus faibles qu'au début de l'année et n'expliquent donc pas la fermeté du dollar. En revanche, celui-ci est soutenu par le fait que les marchés s'attendent à ce que la croissance de l'économie américaine continue et à ce que la politique monétaire ne soit donc pas desserrée. En ce qui concerne les perspectives pour l'avenir proche, on ne peut pas exclure que des signes d'un ralentissement sensible de l'économie américaine ou de mauvais résultats du commerce extérieur n'entraînent une baisse marquée du dollar. Il pourrait en résulter alors des problèmes pour le mécanisme de change du SME, étant donné que la détérioration des balances des paiements en Europe ne serait pas supportée de la même manière par les pays. Il semble cependant plus probable que la croissance continuera aux Etats-Unis et que les taux d'intérêt resteront à leur niveau actuel. Une nouvelle pression à la hausse sur le dollar n'est pas à exclure, ce qui ne serait pas favorable au processus d'ajustement, eu égard aux

données fondamentales américaines. Les actions qui pourraient être entreprises ne font pas l'unanimité. Certains estiment qu'il serait nécessaire que les banques centrales manifestent leur volonté de maintenir le cours du dollar en deçà de 2,03 DM, le record de juin dernier, pour éviter une nouvelle montée au-delà de ce niveau. D'autres considèrent que des interventions ont peu de perspectives de succès si la "Fédérale" et la Banque du Japon, qui ont été jusqu'à présent timorées, ne jouent pas vraiment le jeu avec vigueur.

Les fortes interventions de la Banca d'Italia ont été discutées. La croissance très vigoureuse en Italie et la politique budgétaire trop faible rendent nécessaire une politique monétaire restrictive et conduisent donc à des taux d'intérêt élevés qui attirent les capitaux. La Banca d'Italia a accepté une certaine appréciation de la lire - de l'ordre de 4% depuis l'automne 1988 - ce qui est bénéfique pour la tenue des prix mais défavorable pour la compétitivité. Cette appréciation a été arrêtée à un niveau correspondant à peu près à la limite supérieure de la bande étroite, ce qui est une manière en fait de suivre les monnaies appliquant la marge étroite. Certains experts ont estimé qu'il est probablement plus difficile de suivre une telle politique que d'être réellement dans le système à marge étroite où l'impossibilité de s'apprécier davantage limiterait les anticipations. Les experts de la Banca d'Italia ne sont pas convaincus par cette argumentation. En fait, des interventions très importantes ont été nécessaires pour arrêter la baisse de la lire, de l'ordre de \$EU 5 milliards depuis le début de juillet, et la Banca d'Italia est consciente que de telles interventions ne peuvent pas continuer pendant longtemps. On s'attend toutefois à un resserrement prochain de la politique budgétaire: le budget de 1990, qui sera présenté avant la fin de septembre, devrait contenir des mesures dans ce sens, et d'autres mesures devraient avoir déjà un effet au quatrième trimestre de 1989. Si cela se réalise effectivement, les taux d'intérêt devraient se tasser ainsi que le cours de la lire. C'est précisément la raison pour laquelle la Banca d'Italia ne souhaite pas voir maintenant un nouveau raffermissement de la lire alors qu'elle espère qu'un repli peut se produire bientôt. La Banca d'Italia réexaminerait toutefois sa politique si les mesures de resserrement budgétaire ne correspondent pas au plan prévu.

La situation espagnole est à certains égards similaire à celle de l'Italie: la croissance est forte, la politique budgétaire est insuffisante et doit donc être complétée par une politique monétaire restrictive. Les

taux d'intérêt élevés se sont traduits par de très importantes interventions à l'achat à certaines périodes (de l'ordre de \$EU 27 milliards en 1988 et 1989) et par une forte appréciation, environ 10%, de la peseta¹. Récemment, la situation est apparue mieux équilibrée. Les taux d'intérêt sont encore élevés mais on s'attend à ce qu'ils puissent se replier graduellement. En effet, au fil des mois, la politique budgétaire est devenue moins expansionniste et, en juillet, des mesures de resserrement ont été prises. Enfin, on s'attend à ce que le gouvernement soit réélu, lors des prochaines élections anticipées, et qu'il resserrera la politique budgétaire. C'est probablement pour cette raison que, depuis début août, aucune intervention notable n'a été nécessaire. En outre, le Banco de España a aidé cette évolution en acceptant de laisser la peseta s'approcher très près de sa limite supérieure, ce qui réduit les gains de change possibles et accroît les pertes potentielles. Les 8 et 11 septembre, il y a eu quelques interventions à Copenhague et à Madrid aux limites ou presque. Il est à espérer que ces interventions ont un caractère exceptionnel et n'annoncent pas le début de nouveaux afflux de capitaux en Espagne.

A l'autre extrémité de la bande, la couronne danoise est proche de sa limite avec la peseta. La situation fondamentale au Danemark n'a pas changé. La couronne danoise est stable, et s'est même légèrement raffermie vis-à-vis du deutsche mark; sa relative faiblesse dans le mécanisme dure depuis assez longtemps et reflète la croissance faible de l'économie qui appelle des taux d'intérêt aussi bas que les conditions internationales le permettent. Les autorités danoises ont relevé les taux d'intérêt, à la suite de la hausse opérée en Allemagne, pour maintenir les différentiels; ce serait plus problématique s'il fallait s'adapter au niveau très élevé des taux d'intérêt espagnols.

L'expérience de la lire italienne et de la peseta espagnole montre qu'il est possible de préserver une certaine indépendance de la politique monétaire pendant un certains temps. Les deux pays ont pratiqué des taux d'intérêt plus élevés que la situation internationale ne l'exigeait, ce qui a entraîné des afflux de capitaux auxquels ils ont réagi en laissant le cours de change s'apprécier et en procédant à d'importantes interventions à l'achat. Mais il est évident qu'une telle évolution ne peut pas se poursuivre très longtemps. Les deux pays concernés en sont pleinement conscients: il semble que la situation soit maintenant à peu près maîtrisée en Espagne et qu'elle devrait s'améliorer en Italie avec le nouveau budget.

Le "Groupe Surveillance" a aussi discuté les techniques d'intervention et le choix des monnaies d'intervention en liaison notamment avec les interventions de la Banca d'Italia. Des achats de dollars importants ne sont manifestement pas opportuns lorsque la monnaie américaine est ferme, alors que, à première vue, le choix évident porterait sur le deutsche mark dont le renforcement est souhaité par les autorités allemandes. Or la Deutsche Bundesbank a hésité à accepter des achats importants argumentant notamment que le deutsche mark est en haut de la bande étroite, que la revente des deutsche marks accumulés pourrait se faire ultérieurement à un moment inopportun et qu'il serait préférable d'acheter des monnaies plus faibles, comme la couronne danoise. Certains experts ont fait remarquer que les marchés de ces monnaies sont limités alors que celui du deutsche mark est très large et peut, de ce fait, absorber sans effet majeur des interventions importantes. En réalité, la Banca d'Italia a acheté des deutsche marks, dans les limites autorisées par la Bundesbank, des dollars à peu près en même proportion, ce qui a neutralisé les effets sur la relation \$EU/DM, ainsi que pour des montants plus réduits des écus, des francs français et des couronnes danoises.

Le Banco de Portugal a aussi acheté des dollars comme il le fait régulièrement mais pour des montants plus importants que d'habitude (plus de \$EU 1 milliard en août).

Au total, pour la période juillet-août, des achats nets de dollars ont eu lieu malgré la fermeté et l'orientation à la hausse du dollar et malgré des actions concertées pour limiter cette hausse. Les experts n'ont pas abouti à une conclusion très ferme à l'égard de cette situation mais ils considèrent qu'une meilleure coordination s'impose.

Les experts n'ont pu qu'évoquer très brièvement d'autres questions importantes mais peut-être moins urgentes. Ainsi le maintien d'un excédent courant élevé en Allemagne est préoccupant, d'autant plus qu'une diminution est peu probable dans un proche avenir étant donné la dépréciation en termes réels du deutsche mark. Le cours de celui-ci reste dominé par les sorties de capitaux. Après la suppression de la taxe de retenue à la source, les sorties de capitaux à long terme ont cessé mais des exportations massives de capitaux à court terme se sont produites en direction de pays à taux d'intérêt relativement élevés, comme l'Italie. Sans ces sorties, la force de l'économie allemande aurait dû se traduire par un raffermissement du deutsche mark.

B. Exposé de M. Papademos

Les Suppléants ont centré leurs discussions sur les problèmes de politique et les dilemmes qu'affrontent certains pays de la Communauté dont la situation se caractérise par des pressions inflationnistes, des déficits de budget et/ou de la balance des comptes courants ainsi que des monnaies qui s'apprécient vis-à-vis des monnaies de pays dont le taux d'inflation est bas et la balance courante est excédentaire. Ce thème de réflexion trouve largement sa source dans la fermeté continue de la lire italienne et de la peseta espagnole.

En Italie, les autorités monétaires, qui sont confrontées à un dosage inapproprié des politiques, ont dû accepter des taux d'intérêt élevés et le raffermissement consécutif de la lire pour lutter contre l'inflation, mais cela se fait au prix d'une détérioration de la compétitivité internationale. L'appréciation de la lire aurait encore été plus forte si la Banca d'Italia n'était pas intervenue. La politique budgétaire est inadéquate pour réduire la croissance excessive de la demande interne globale et la politique monétaire est surchargée, poursuivant plusieurs objectifs séparés.

En Espagne, l'appréciation de la peseta est également liée au resserrement de la politique monétaire qui est opéré depuis juillet en vue de modérer la croissance de la demande interne et les pressions inflationnistes. Le Banco de España a laissé la peseta atteindre la limite supérieure dans la bande large vis-à-vis de la couronne danoise, sans interventions importantes. Le dosage des politiques a toutefois moins d'importance dans l'appréciation de la peseta que dans celle de la lire italienne. En effet, la situation budgétaire est en train d'évoluer favorablement en Espagne: le solde à financer du secteur public devrait être ramené à 2,5% du PIB au cours de l'année 1989.

En liaison avec ces développements, plusieurs problèmes de politique ont été discutés par les Suppléants. En premier lieu, que pourrait-on faire pour améliorer le dosage des politiques dans certains pays? Deuxièmement, la durée de ce comportement apparemment paradoxal des marchés des changes, à savoir la situation est-elle devenue intenable? Troisièmement, la question de l'opportunité d'interventions plutôt que de modifications de taux de change. Enfin, la question du choix des monnaies d'intervention.

En ce qui concerne la première question, dosage des politiques, le Suppléant italien a indiqué que, après la présentation du nouveau budget par le gouvernement à la fin de septembre, on s'attend à un resserrement

assez rapide de la politique budgétaire. Si le programme budgétaire se traduit par des mesures efficaces, le marché serait convaincu que le déficit public sera maîtrisé et cela permettrait de relâcher un peu la politique monétaire. En Espagne, bien que la situation budgétaire ne soit pas aussi grave qu'en Italie, des efforts devraient être faits pour l'améliorer. On s'attend à des réformes budgétaires si le gouvernement actuel remporte les prochaines élections. Sur un plan plus général, on a estimé que les gouvernements qui ne s'attaquent pas de manière adéquate aux problèmes budgétaires devraient faire l'objet de pressions pour agir dans la bonne direction. Un Suppléant a cependant fait remarquer que la relation entre les déficits budgétaires et les déficits des comptes courants n'est pas une relation directe et que, par conséquent, l'austérité budgétaire n'entraîne pas nécessairement une amélioration des comptes courants.

Les Suppléants sont d'accord pour dire que la durée du comportement paradoxal des marchés des changes ne peut pas être prévue avec précision et que les marchés ne considèrent pas encore la situation comme intenable, mais que celle-ci pourrait le devenir à la longue. Les marchés pourraient toutefois changer rapidement leur appréciation s'ils jugeaient les déséquilibres économiques potentiellement intenable, ce qui conduit à penser qu'il faudrait prendre des mesures de correction aussi rapidement et aussi progressivement que possible.

S'agissant de l'opportunité des interventions, il a été noté que si les pays à forte inflation laissaient s'apprécier davantage leurs monnaies, les pays dont les prix sont relativement plus stables importeraient l'inflation, ce qui conduit à penser que des interventions peuvent être souhaitables. Une référence particulière a été faite à la situation italienne et certains ont suggéré que si la lire observait la marge étroite du mécanisme de change, son appréciation serait limitée. Le Suppléant italien a mis en doute l'idée que la participation de la lire à la marge étroite résoudrait le problème, étant donné que les mouvements de capitaux en Italie sont liés au financement d'une économie florissante et ne sont pas spéculatifs; il est d'accord cependant sur la nécessité de mener une politique d'intervention flexible.

Les Suppléants ont également discuté la question du choix des monnaies d'intervention. Un Suppléant s'est demandé pourquoi la Deutsche Bundesbank était opposée à l'utilisation du deutsche mark comme moyen d'intervention quand de telles interventions n'ont pas d'effets monétaires et que d'autres pays ne participant pas au mécanisme de change peuvent utiliser le deutsche mark sans restrictions. Le Suppléant allemand a

indiqué que la Bundesbank n'empêche pas l'utilisation du deutsche mark comme monnaie d'intervention mais impose seulement des limites en montants. Trois raisons principales expliquent cette politique. D'abord, lorsque les forces du marché sont vigoureuses et poussent le cours de change, celui-ci devrait pouvoir fluctuer afin d'accroître le risque de change et de décourager ainsi de gros mouvements de capitaux. En deuxième lieu, si une appréciation du deutsche mark est en cours et d'autres banques centrales ont accumulé de grandes quantités de cette monnaie, il pourrait être tentant d'intervenir pour freiner l'appréciation, ce qui serait contraire aux éléments fondamentaux. Troisième raison, si la peseta est proche de la limite de la bande large, les interventions en deutsche marks pourraient créer des problèmes pour des monnaies observant la marge étroite et il serait donc préférable d'utiliser des monnaies plus faibles pour les interventions.

Enfin, les Suppléants se sont penchés sur les perspectives, en Allemagne, en matière de résultats et de politique économiques et ont noté que le produit intérieur brut enregistre une forte croissance tandis que l'excédent commercial s'accroît avec les autres pays de la Communauté et se réduit sensiblement avec les Etats-Unis. Un excédent commercial croissant n'est pas tenable indéfiniment. Une réévaluation du deutsche mark est un choix de politique mais l'amélioration de l'ajustement extérieur exigerait de comprimer la demande interne dans des pays tels que le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne. Si la croissance continue, des mesures devront être prises pour s'assurer que l'inflation n'est pas ravivée. Malgré le rythme modéré actuel de l'inflation en Allemagne, les conditions macro-économiques sont telles qu'une reprise des pressions inflationnistes ne doit pas être exclue. La politique monétaire devrait rester prudente à l'avenir et un resserrement pourrait être requis. L'expansion monétaire est très proche de l'objectif de 5% mais on ne tolérerait pas cette fois-ci un dépassement. En effet, la situation économique présente est très différente de celle des années 1986/1987 du fait que la plupart des pays, y compris l'Allemagne, enregistrent actuellement une croissance économique rapide et des pressions inflationnistes. En réponse à des questions, le Suppléant allemand a précisé que le récent changement intervenu dans le taux de réescompte n'a pas d'implication monétaire de principe et représente un réaménagement technique. Les mouvements de capitaux se sont renversés récemment, ce qui signifie des entrées nettes, mais les sorties de capitaux à court terme sont substantielles.

C. Discussion du Comité

M. Pöhl se demande si, dans la situation qui vient d'être décrite, l'Italie et l'Espagne ne pourraient pas envisager la suppression de leurs restrictions sur les mouvements de capitaux ou, au moins, une accélération de la libération de ceux-ci. Une telle politique serait plus appropriée qu'un recours excessif à des interventions, lesquelles créent des problèmes pour des pays dont les monnaies sont relativement faibles dans la bande étroite, le Danemark par exemple.

M. Ciampi rappelle que la lire s'est raffermie en août et que les interventions avaient pour but de freiner cette appréciation qui, sans cela, aurait été encore plus forte. En quelques mois, la lire s'est appréciée de 4% en termes nominaux vis-à-vis du deutsche mark et de 6% en termes réels. La Banca d'Italia ne recherchait pas une lire forte mais plusieurs facteurs ont joué dans le sens du raffermissement. En présence d'une telle évolution, il faut naviguer au mieux et, en particulier, on a utilisé l'appréciation de la monnaie pour lutter contre l'inflation, et remplacer ainsi une politique budgétaire qui n'est pas appropriée. Des résultats ont déjà été enregistrés en ce sens que la hausse des prix à la consommation, qui en un an s'était accélérée de 2 points pour atteindre le taux de 7%, s'est ralentie depuis août et on espère revenir à un taux annuel de 6% dans quelques mois. En revanche, le raffermissement de la lire tend, bien sûr, à déprimer la balance commerciale et il y a donc un arbitrage à faire entre les avantages et les inconvénients d'une lire forte.

Le gouvernement italien s'est engagé à prendre une initiative budgétaire destinée à réduire le solde à financer du secteur public. Cette initiative, qui devrait être approuvée par le gouvernement d'ici fin septembre, comporte deux volets: le premier concerne le budget de 1990 qui devrait prendre effet le 1er janvier prochain après l'adoption de la loi de finances par le Parlement; le second porte sur des mesures qui seraient mises en oeuvre dès le 1er octobre 1989 en vue de freiner la demande interne, principalement la consommation. Une lire forte et une politique monétaire rigoureuse exercent donc une pression à la fois sur le gouvernement pour le pousser à agir et sur les entreprises pour qu'elles soient vigilantes dans les négociations des conventions collectives qui vont s'ouvrir prochainement.

En ce qui concerne la politique d'intervention, M. Ciampi remercie la Bundesbank pour la compréhension dont elle a fait preuve dans les contacts quotidiens mais, comme l'a indiqué M. Papademos, il serait utile que les

experts réexaminent la question de la flexibilité des interventions. La Banca d'Italia a diversifié ses interventions incluant des écus et des couronnes danoises et s'est comporté comme si la lire était dans la bande étroite. C'est là une manière de faire pression sur le gouvernement et de convaincre l'opinion publique qu'il est souhaitable d'abandonner la marge élargie et d'appliquer la marge étroite.

Se référant à la remarque de M. Pöhl, M. Ciampi met en doute l'idée qu'une anticipation de la libération des mouvements de capitaux à court terme constituerait un remède à la situation. En effet, une des raisons de la vigueur actuelle de la lire réside précisément dans les mesures de libération déjà intervenues; on peut donc penser que la libération immédiate, au lieu du 1er juillet 1990, des mouvements monétaires ne ferait qu'attirer davantage de capitaux en Italie et n'améliorerait donc pas la situation. Les marchés ont confiance dans l'économie réelle italienne, dans la lire et le SME et n'anticipent pas de réalignement prochain.

M. Rubio indique que, comme M. Dalggaard l'a mentionné, la politique budgétaire a été resserrée en Espagne au cours des derniers mois, ce qui devrait permettre de réduire le déficit public à 2,5% du PIB en 1989 au lieu de 3% en 1988 et 4% en 1987. On peut estimer que le gouvernement a fait ce qu'il était possible de faire dans l'immédiat. En outre, le Premier Ministre a annoncé que le budget pour 1990 serait plus rigoureux que celui de 1989 et des élections anticipées auront lieu fin octobre. Toutefois, des mesures budgétaires ne pourront certainement pas, à elles seules, régler tous les problèmes. En effet, le déficit public actuel est relativement modéré par rapport à d'autres pays et l'expérience a montré que, même avec un déficit plus réduit, voire un excédent, les mêmes problèmes existent dans certains pays. La politique monétaire a donc aussi été mise à contribution et a été resserrée. Il y a cependant des limites pour les taux d'intérêt et pour les coefficients de réserve qui ne peuvent pas être augmentés au-delà de certaines proportions. En juillet dernier, le Banco de España a demandé aux banques de ralentir l'expansion de leurs crédits et de ramener le taux de progression de 22% au premier semestre à 12% au second semestre de l'année. Il est trop tôt encore pour prédire le résultat de cette exhortation mais il y a de l'espoir. En juillet, on a déjà observé une décélération de l'expansion monétaire en termes larges et le mouvement s'est poursuivi en août. L'économie qui est nettement en surchauffe devrait donc

progressivement se calmer et le freinage de la demande devrait permettre d'abaisser les taux d'intérêt et de modérer les tensions sur la peseta.

Dans un tel contexte, la libération des mouvements de capitaux ne constituerait certainement pas une solution. La majorité des importations de capitaux correspond à des investissements et donc la libération des mouvements de capitaux à court terme n'aurait pas d'effet. On pourrait encourager les exportations de capitaux mais l'essentiel a déjà été fait dans ce domaine et une libération totale des prêts en pesetas aux non-résidents n'aurait sûrement pas d'impact, étant donné les taux d'intérêt très élevés. Il est à noter aussi que les interventions sont devenues beaucoup plus modestes en août, ce qui est rassurant.

M. Rubio conclut en indiquant qu'il ne croit pas qu'il y ait d'autres politiques à suivre à l'heure actuelle: il faut continuer à freiner la demande interne et attendre le moment propice pour amorcer une décreue des taux d'intérêt qui ne paraît pas possible toutefois avant les élections de fin octobre.

M. Tavares Moreira indique que le Banco de Portugal a acheté effectivement des dollars en juillet et surtout en août où le montant a dépassé \$EU 1,2 milliard. Les faiblesses structurelles et les rigidités de l'économie portugaise expliquent que le taux de change est utilisé comme instrument d'ajustement. En fait, l'escudo s'est apprécié sensiblement en termes réels, malgré la dévaluation progressive qui est opérée, mais qui ne compense que partiellement l'écart d'inflation d'environ 7% par rapport à la moyenne communautaire. Les taux d'intérêt réels sont relativement bas au Portugal et sont même légèrement négatifs pour les taux sur les dépôts à terme. Le Banco de Portugal a revendu au marché une bonne partie des dollars achetés pour corriger la distribution du portefeuille en devises. Il est probable que la banque centrale continuera à acheter des devises mais elle envisage de diversifier et réformer sa politique d'intervention et en tiendra informé les autres banques centrales dans le cadre du "Groupe Dalgaard".

Les autorités portugaises ont pris récemment une mesure importante de libération de mouvements de capitaux en autorisant désormais les résidents à acheter des titres étrangers. Cette mesure changera une situation en place depuis environ 80 ans mais peu d'effets en sont attendus à court terme.

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

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

IV. Echange de vues sur la préparation de la première étape de l'Union économique et monétaire

Le Président attire l'attention sur le projet de lettre au Président Delors, qui a été remis aux Gouverneurs et qui concerne les amendements que ceux-ci proposent d'apporter au projet de Décision du Conseil approuvé le 28 juillet.

Après des remarques de certains Gouverneurs, le texte de la lettre est légèrement modifié comme suit:

- l'article "the" est inséré avant "stability" dans l'article 3, paragraphe (1);
- le terme "redraft of the" est inséré dans le point 2 de la lettre avant "1964 Council Decision";
- le paragraphe omis de la Décision du Conseil originelle de 1964 est réintroduit dans sa rédaction initiale, à savoir "Dans l'exercice de ses fonctions, le Comité suit l'évolution de la situation monétaire dans la Communauté et en dehors de celle-ci" "In carrying out its tasks, the Committee shall keep under review the trend of the monetary situation both inside and outside the Community".

M. Christophersen indique que la Commission envisage d'adopter les propositions formelles de Décision la semaine prochaine, lors de sa réunion hebdomadaire du 20 septembre 1989, et il présente quelques remarques, notamment sur les amendements de texte proposés par les Gouverneurs. Il est important d'éviter des conflits entre les différents organes et il est donc utile d'introduire, dans l'article 3, paragraphe (1), les termes "within their competences" qui signifient qu'il existe d'autres organes compétents en matière de supervision bancaire. Il est également utile de rétablir

l'idée figurant dans la Décision 1964 actuelle, que "le Comité suit l'évolution monétaire dans la Communauté et en dehors de celle-ci".

M. Christophersen se réfère au rapport du "Comité Delors" et à la création, par le Comité des Gouverneurs, de trois sous-comités, respectivement sur les politiques monétaires, sur les politiques de change et sur la surveillance bancaire. Il comprend que le Comité des Gouverneurs envisage bien de créer ces trois sous-comités; ceux-ci auraient pu être mentionnés dans la Décision du Conseil mais il est suffisant qu'ils figurent dans le Règlement intérieur du Comité, à condition qu'on puisse en informer des institutions, telles que le Parlement européen ou le Conseil des Communautés européennes, qui pourraient poser des questions à ce sujet.

Le Président rappelle que les Gouverneurs ont discuté lundi certaines des questions relatives à la préparation de la première étape de l'Union économique et monétaire. Il convient de poursuivre l'échange de vues et en particulier de préciser le mandat à donner aux Suppléants pour les mois à venir. Les questions les plus urgentes semblent être l'organisation du Comité des Gouverneurs et le Règlement intérieur. M. Ciampi a fait diffuser une note centrée sur un secrétariat économique, ou cellule de recherche, et M. Hoffmeyer a transmis une lettre concernant les mécanismes opérationnels pour la coordination des politiques monétaires.

M. Pöhl précise que les Suppléants ne doivent pas se borner aux deux documents que le Président vient de mentionner; ils devraient établir une liste des questions à examiner dans la perspective de décisions que les Gouverneurs prendront ultérieurement dans un contexte plus vaste.

M. de Larosière marque son accord avec M. Pöhl; les Suppléants ne doivent pas se limiter à prendre en compte les documents déjà distribués mais, au contraire, ils doivent regarder tous les problèmes qui se posent et envisager d'éclairer la discussion du Comité, probablement en novembre, pour que les Gouverneurs puissent donner les orientations nécessaires. Les questions semblent assez simples. Il s'agit, en premier lieu, d'examiner la constitution d'une cellule économique, sa structure, sa composition (nombre et profil des personnes), ses tâches et leur articulation avec les tâches existantes des groupes d'experts afin d'éviter autant que possible des chevauchements, les programmes de travail à entreprendre, le rattachement administratif des membres de la cellule, le rôle logistique de la BRI. En second lieu, il s'agit d'étudier les suggestions présentées dans la lettre de M. Hoffmeyer, qui touchent davantage à la substance de ce que pourrait

être un cadre opérationnel plus harmonieux pour la coordination des politiques monétaires. Ces idées sont très intéressantes: plusieurs pays de la CEE utilisent des critères quantitatifs pour leur politique monétaire et il serait utile de voir comment ces critères pourraient être sinon harmonisés au moins mieux mis en rapport. Des tableaux de correspondance pourraient peut-être permettre des comparaisons.

M. Ciampi se rallie aux remarques de MM. Pöhl et de Larosière; il indique que la note qu'il a distribuée ne prétend pas être une proposition précise ou une liste exhaustive des questions, mais simplement une contribution évoquant des problèmes et posant des questions qui devront être étudiées sérieusement. Cette note peut aussi être considérée comme une contribution à l'égard des questions de fond soulevées par la lettre de M. Hoffmeyer, en ce sens qu'elle propose un instrument qui devrait servir pour renforcer le fonctionnement et l'efficacité du Comité des Gouverneurs.

M. Duisenberg s'exprime en tant que Président de la BRI et indique que celle-ci est prête à coopérer et à apporter le concours que le Comité des Gouverneurs pourrait souhaiter dans la mise en place de son organisation.

Au nom des Gouverneurs, le Président remercie M. Duisenberg pour ses propos concernant la BRI.

M. Rubio remercie également M. Duisenberg pour l'initiative qu'il a prise et indique que les relations avec la BRI représentent une question importante sur laquelle les Suppléants n'ont pas à décider rapidement car les Gouverneurs devraient en discuter entre eux, en liaison avec les autres questions à examiner.

M. Jaans fait observer que, dans le travail préparatoire destiné à la séance du Comité de novembre, il faudrait réfléchir aussi à l'impact de la création d'un secrétariat ou cellule économique sur le travail des Suppléants et des Gouverneurs. Dès lors qu'une production supplémentaire sera réalisée, se pose le problème de l'assimilation par les comités destinataires et de la frustration possible d'un secrétariat économique. On doit donc se demander si, à l'avenir, une séance de 2 heures, une fois par mois, sera suffisante.

M. Hoffmeyer rappelle aux Gouverneurs que, à son initiative, un rapport du "Groupe sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire", datant de 1976, leur a été remis par le Secrétariat et que ce document devrait être pris en considération par les Suppléants.

M. Pöhl tient à préciser que toute décision à prendre par les Gouverneurs en matière d'organisation est conditionnée par l'approbation par le Conseil ECOFIN du texte relatif à la Décision de 1964 tel qu'il a été proposé par les Gouverneurs. S'il y avait des modifications importantes par rapport aux projets déjà connus, même en ce qui concerne le texte de la Décision de 1974 sur la convergence, le Comité devrait revoir la question.

M. Christophersen indique qu'il n'envisage pas de difficultés concernant la Décision de 1964. De toute manière, pour que la proposition de la Commission puisse être changée, il faudrait l'unanimité du Conseil ECOFIN; or, il apparaît douteux que les Etats membres adoptent un texte contraire à l'avis de la Commission et à celui des Gouverneurs.

V. Echange de vues sur les points à l'ordre du jour des réunions internationales de Washington

Le Président constate qu'il n'y a pas de remarques.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Procédure concernant l'examen des règles formelles relatives à l'écu officiel

Le Président rappelle que le 8 septembre 1987 les Gouverneurs sont convenus que les banques centrales accepteraient désormais des règlements en écus des créances au titre du financement à très court terme au-delà de l'obligation (50%) et jusqu'à 100% pour autant qu'il n'en résulte pas une composition déséquilibrée des réserves et des positions débitrices et créditrices excessives en écus. Il a été également convenu que, au terme de deux années d'expérience, les règles formelles relatives à l'écu officiel seraient soumises à une revue.

La période de deux années étant écoulée, il est suggéré de procéder à cette revue en décembre et de demander au groupe d'experts présidé par M. Dalgaard de faire le travail préparatoire en temps utile pour la séance du Comité, le 12 décembre 1989. Ce calendrier permettrait aux experts d'accomplir cette tâche parallèlement à la revue annuelle de l'évolution de l'utilisation de l'écu privé, qui sera aussi à l'ordre du jour de la séance de décembre.

Le Président prend note de l'accord du Comité sur sa proposition.

Avant de clore la séance, le Président rappelle que les Gouverneurs comptent toujours beaucoup sur le travail et les conseils des Suppléants et qu'il est donc triste de devoir faire les adieux à l'un d'eux, en l'occurrence, le Professeur Gleske, qui participe pour la dernière fois à une réunion du Comité. Il est heureux toutefois de pouvoir dire que le contact ne sera pas perdu avec M. Gleske puisqu'il a accepté de servir à nouveau comme membre du Conseil d'administration de la BRI.

Le Président remercie au nom du Comité M. Gleske pour la contribution éminente qu'il a apportée durant les dix dernières années et qui a couvert en fait les trente dernières années si l'on prend en compte son association étroite, pendant cette longue période, aux activités monétaires internationales et particulièrement communautaires. Tous les Gouverneurs garderont un vif souvenir de la sagesse et du jugement précieux qui ont toujours caractérisé la participation de M. Gleske aux travaux du Comité.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

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

Comité des Gouverneurs
des banques centrales des Etats membres
de la Communauté économique européenne

12 septembre 1989

Traduction
Confidentiel

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

JUILLET ET AOUT 1989

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

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juillet et août 1989, les marchés des changes ont été essentiellement caractérisés par une nette dépréciation du dollar EU en juillet, suivie en août par une remontée tout aussi marquée.

Le dollar EU s'est déprécié à deux reprises, lorsque les opérateurs ont estimé qu'un nouvel abaissement des taux d'intérêt aux Etats-Unis réduirait les écarts favorables avec les autres monnaies. La première baisse s'est produite début juillet et la seconde, après un court redressement en milieu de mois, durant la seconde quinzaine, de sorte que le dollar est revenu, le 2 août, aux minimums de DM 1,8430 et Y 135,30. Il s'est ensuite orienté à la hausse, la publication de nouvelles statistiques donnant à penser que la croissance de l'économie américaine continuait à un rythme plus durable et les indicateurs de prix laissant supposer que les taux d'intérêt américains

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

ne seraient sans doute pas ajustés en baisse dans un avenir proche. Les autorités monétaires des Etats-Unis et les banques centrales étrangères sont intervenues pour s'opposer à l'ascension du dollar, qui s'est néanmoins redressé, pour gagner 0,5% environ à l'égard du deutsche mark et du yen sur l'ensemble des deux mois.

Au sein du SME, aucune tension n'a été enregistrée et les positions des diverses monnaies ont varié modérément. La peseta espagnole, qui a adhéré au mécanisme de change en juin, a presque atteint la limite supérieure de la bande large vis-à-vis de la couronne danoise. La lire italienne s'est stabilisée dans la partie supérieure de la bande étroite, suite aux interventions intramarginales massives de la Banca d'Italia en août.

Alors que le deutsche mark s'est quelque peu raffermi à l'égard de la plupart des monnaies cotées officiellement en République fédérale, son indice pondéré s'est légèrement affaibli au cours des deux mois (-0,5%), pour s'établir à 173,7 fin août (1972 = 100). Le relèvement des taux directeurs, fin juin, n'a donc pas exercé une influence visible sur les cours de change. Le deutsche mark a eu tendance à fléchir par rapport à la plupart des monnaies européennes, dont l'écart de taux positif avec le deutsche mark était considéré comme important en comparaison avec le risque de change perçu (livre sterling, peseta espagnole, franc français et lire italienne).

Le franc français s'est progressivement raffermi vis-à-vis de la plupart des monnaies du SME, à l'égard desquelles il a enregistré en moyenne un gain de 0,7%. Ce mouvement a été plus marqué à partir de la mi-juillet, notamment en raison d'achats de titres par les non-résidents et d'une accélération des cessions de devises par les exportateurs.

Tout au long du mois de juillet, le franc belge a continué de faire preuve d'une grande stabilité. Dans le courant d'août, il a eu tendance à s'apprécier graduellement vis-à-vis du deutsche mark et du florin néerlandais. En fin de période, toutefois, un léger déclin a été observé dû à la contraction du différentiel d'intérêts entre deutsche mark et franc belge. La Banque Nationale de Belgique a mené une politique prudente, n'abaissant qu'une seule fois (de 0,05 point de pourcentage, à 8,45% le 1er août) le taux des certificats de trésorerie à trois mois.

La position du florin néerlandais à l'égard du deutsche mark n'a guère varié, les deux monnaies étant demeurées dans la partie supérieure de la bande étroite du SME.

La couronne danoise est restée stable, en dernière position dans la bande du SME. Sur l'ensemble de la période, les taux d'intérêt se sont légèrement contractés.

La livre irlandaise a progressé, en juillet, dans la partie supérieure de la bande du SME, les importantes sorties nettes de capitaux ayant fait place à des entrées nettes, pour de faibles montants, à la suite du relèvement des taux d'intérêt officiels, fin juin. En août, elle est demeurée stable dans la partie supérieure de la bande du SME, les afflux de capitaux substantiels étant compensés par des achats nets de devises par la banque centrale.

En juillet, la lire italienne s'est notablement appréciée, la balance des paiements courants suivant une évolution favorable du fait de facteurs saisonniers, et a atteint la limite supérieure de la bande étroite. En août, avec la reprise des entrées de capitaux à court terme, la Banca d'Italia est intervenue, achetant des dollars EU et diverses monnaies du SME pour des montants importants, afin de freiner la tendance à la hausse de la lire et de la maintenir à proximité du plafond de la bande étroite.

La peseta espagnole s'est raffermie durant la première quinzaine de juillet, après l'annonce de mesures de resserrement monétaire, consistant essentiellement en un relèvement, avec effet au 6 juillet, de 0,75 point (à 14,5%) du taux des concours à vingt-quatre heures et en une augmentation d'un point (à 19%) du coefficient de réserves obligatoires. La peseta s'est ultérieurement stabilisée jusqu'à fin août près de la limite supérieure de la bande large. Sur l'ensemble de la période, elle a progressé de 1,3% par rapport à l'Ecu et au dollar EU.

Le sentiment à l'égard de la livre sterling s'est grandement amélioré en juillet, sous l'effet de la publication d'indicateurs qui tendaient à confirmer l'impression de plus en plus nette d'un ralentissement de l'activité économique britannique. Des rumeurs selon lesquelles la Bank of England aurait freiné la hausse ont cependant fait brutalement chuter la monnaie, début août, et, comme les opérateurs ont estimé en nombre croissant que les taux d'intérêt allaient baisser au Royaume-Uni, la livre est tombée à ses cours les plus bas en milieu de mois. Les autorités ont largement fait savoir qu'elles soutenaient la monnaie, ce qui a freiné son repli. En fin de période, la livre a bénéficié d'un sentiment plus positif, malgré la publication de chiffres décevants pour le commerce britannique en juillet, qui ont très vite été interprétés comme devant probablement constituer une aberration statistique, alors que la Bank of England procédait ouvertement à des interventions de soutien. Son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux s'est élevé de 1,4%, à 91,5 (1985 = 100).

La drachme grecque a fluctué au sein d'une large fourchette vis-à-vis du dollar EU alors qu'elle est demeurée relativement stable par

rapport à l'Ecu. Dans l'ensemble, elle s'est dépréciée de 0,3% et 0,4% respectivement à l'égard du dollar EU et de l'écu. En termes effectifs, elle a fléchi de 0,2% en juillet et de 0,1% en août.

En raison d'entrées nettes de capitaux, et dans le cadre des objectifs définis par les autorités pour la politique de taux de change de l'escudo portugais, le Banco de Portugal a effectué d'importants achats nets de devises. L'escudo s'est déprécié de 0,5% en termes effectifs et de 0,2% vis-à-vis du dollar EU au cours de ces deux mois.

Le franc suisse a légèrement fléchi par rapport à toutes les grandes monnaies. Vis-à-vis du dollar EU, il a perdu environ 1%. Sur la base de son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux, sa dépréciation a atteint 1,2%. Sur l'euromarché, les taux ont stagné à un haut niveau proche de 7,25%.

Le schilling autrichien s'est affaibli de 0,4% vis-à-vis du dollar EU. Par rapport au deutsche mark, il a fluctué de 0,1% au cours de ces deux mois. En juillet, des entrées de capitaux relativement importantes ont été enregistrées.

La couronne norvégienne s'est montrée légèrement plus faible et a clôturé la période en baisse de 0,2% en termes effectifs. La Norges Bank est intervenue à plusieurs reprises en achetant ou en vendant des devises afin de limiter les fluctuations à court terme de sa monnaie.

En raison des taux d'intérêt élevés et de la décision d'abolir les principaux éléments du contrôle des changes à partir du 1er juillet, la couronne suédoise a été soumise à une forte demande durant la majeure partie de la période sous revue. Suite au renforcement de la couronne, l'indice de la Sveriges Riksbank est revenu de 130,50 à 130,15, obligeant la banque centrale à intervenir à plusieurs reprises.

Le mark finlandais est demeuré relativement stable, occupant jusqu'à la mi-août l'extrémité la plus élevée de sa bande de fluctuation. Vers la fin du mois, il s'est quelque peu replié, et les taux d'intérêt à court terme se sont accrus de près d'un point.

Le yen japonais s'est apprécié à Y 138,40 en juillet vis-à-vis du dollar EU, sous l'effet d'anticipations d'un abaissement des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Celles-ci se sont toutefois atténuées en août au vu de l'"atterrissage en douceur" de l'économie américaine. De ce fait, le yen a fléchi à Y 144,28 en août. La Banque du Japon est intervenue sur le marché à diverses reprises pour vendre du dollar EU contre yen afin d'enrayer le mouvement ascendant du dollar. Dans le même temps, le yen s'est légèrement déprécié vis-à-vis de l'écu en juillet et août.

Le dollar canadien s'est apprécié, pour atteindre son plus haut niveau depuis neuf ans avec \$EU 0,8548 au début d'août, avant de retomber à \$EU 0,8484 en fin de mois. Au cours de la période, la monnaie s'est raffermie de 1,5% vis-à-vis du dollar EU. L'attrait des écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les Etats-Unis et les anticipations d'une poursuite d'une politique monétaire ferme au Canada ont entraîné une forte demande des non-résidents pour les titres canadiens ainsi qu'un regain d'activité sur les émissions eurocanadiennes. En fin de période, la publication d'un chiffre plus mauvais que prévu pour la balance des paiements courants au deuxième trimestre a provoqué une baisse de la monnaie.

II. INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Suite aux interventions en dollars EU, les achats nets de dollars se sont élevés à \$EU 0,9 milliard en juillet et août, au lieu de \$EU 15,5 milliards de ventes nettes en juin. Ce résultat a été dû à \$EU 6,5 milliards d'achats bruts et à \$EU 5,6 milliards de ventes brutes.

Les plus importants acheteurs ont été le Banco de Portugal et la Banca d'Italia. Les principaux vendeurs ont été la Banque du Japon et la Federal Reserve Bank.

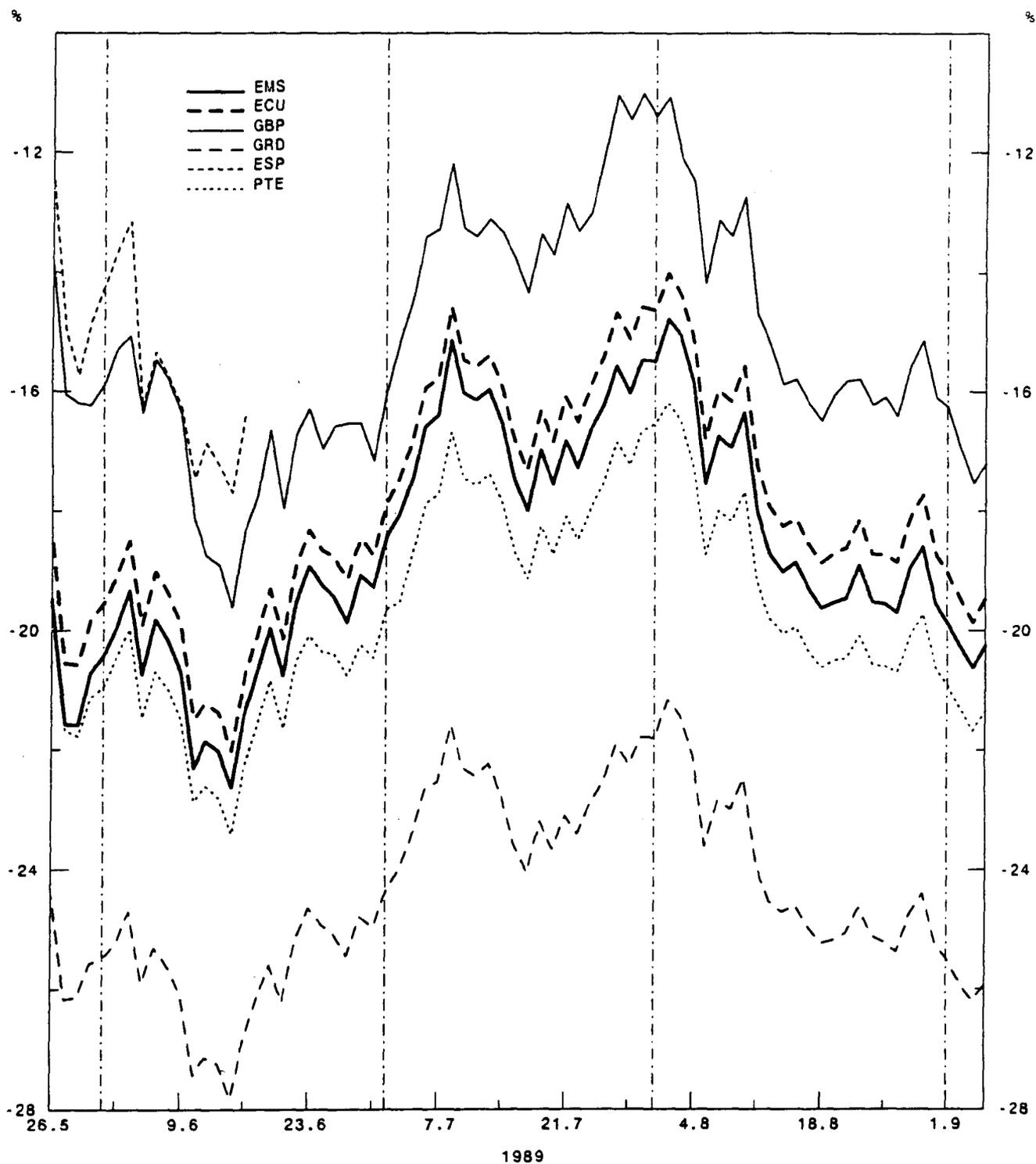
b) Interventions en monnaies communautaires et en écus privés

Les interventions en monnaies du SME et en Ecus privés ont atteint l'équivalent de \$EU 3,5 milliards en juillet et août, par rapport à \$EU 0,4 milliard en juin. Les interventions ont consisté, en majeure partie, en achats de deutsche marks de la part surtout de la Banca d'Italia; il y a également eu quelques achats de francs français et de couronnes danoises. Des achats substantiels d'Ecus privés ont été effectués par la Banca d'Italia et le Banco de España.

III. EVOLUTION JUSQU'AU 8 SEPTEMBRE 1989

La publication de statistiques favorables sur l'emploi aux Etats-Unis a eu pour conséquence une poursuite de la hausse du dollar EU, malgré quelques interventions à la vente.

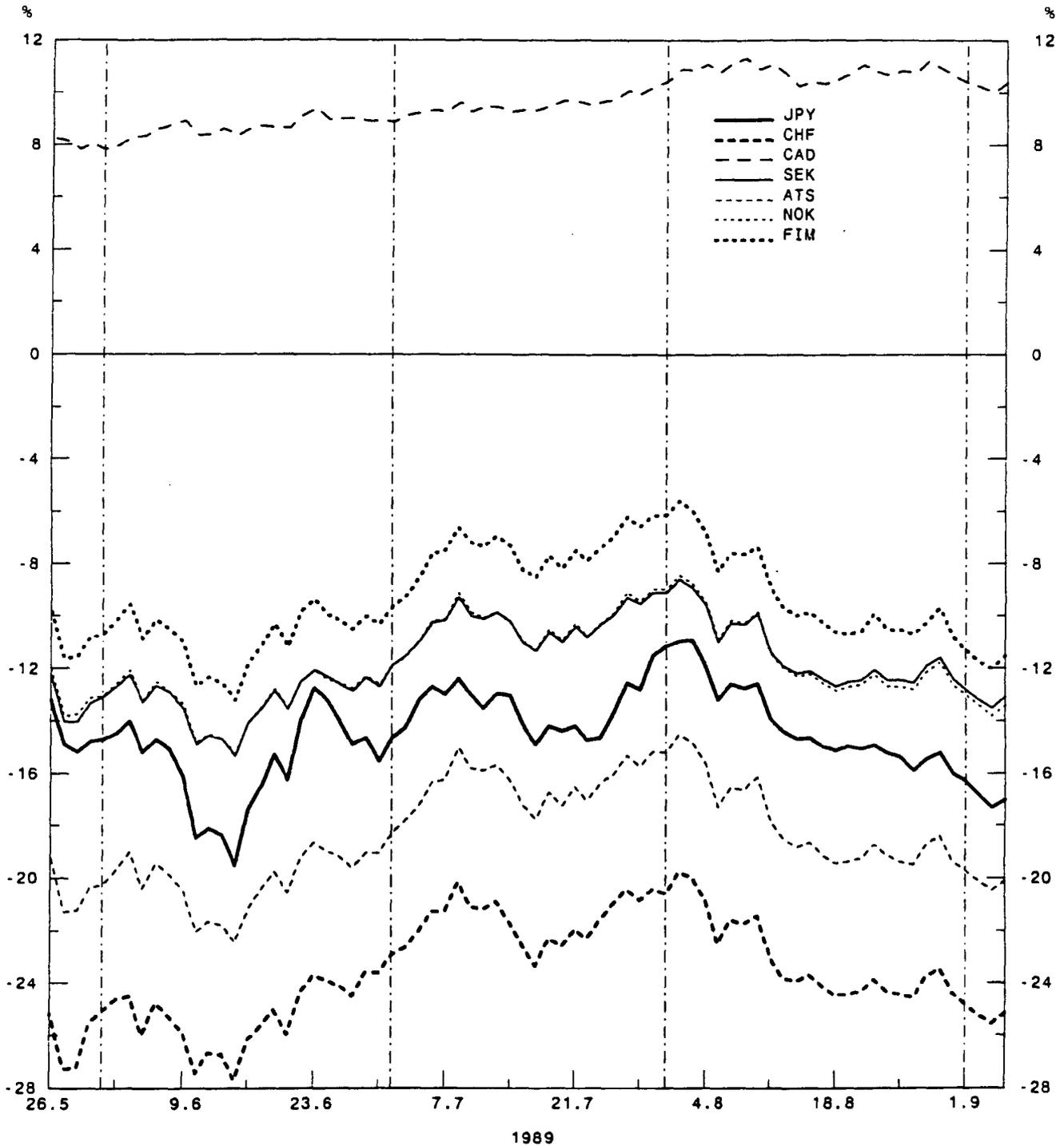
EVOLUTION OF THE ECU, THE MIDDLE RATE OF THE CURRENCIES PARTICIPATING IN THE EXCHANGE RATE MECHANISM OF THE EMS, AND THE CURRENCIES OF THE EEC CENTRAL BANKS WHICH DO NOT PARTICIPATE IN THAT MECHANISM, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



* See next page.

7.9.1989

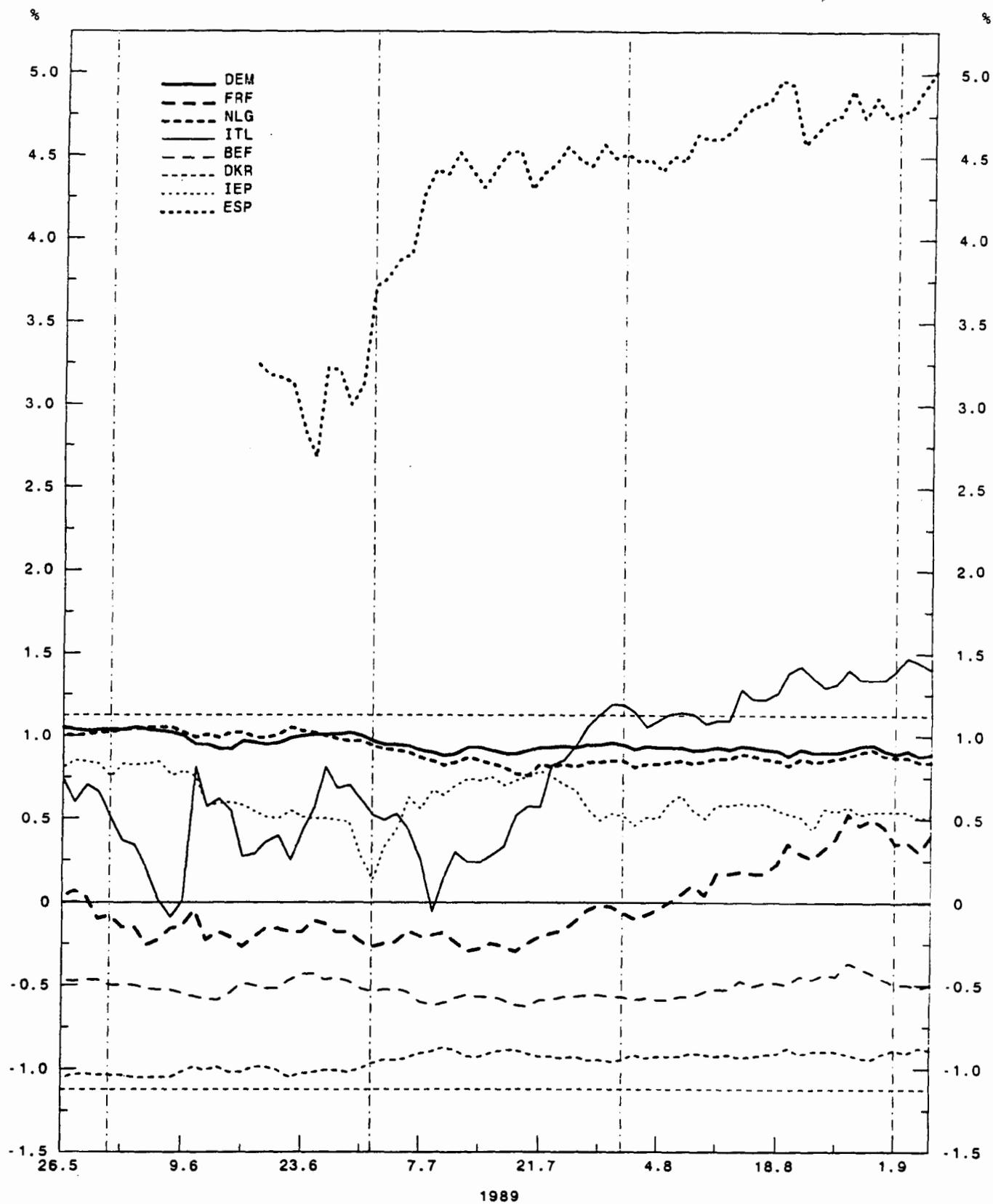
EVOLUTION OF THE CURRENCIES OF THE NON-EEC CENTRAL BANKS
PARTICIPATING IN THE CONCERTATION, ON THE BASIS OF THE EXCHANGE
RATES PREVAILING ON 31ST DECEMBER 1987 AGAINST THE USD*



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

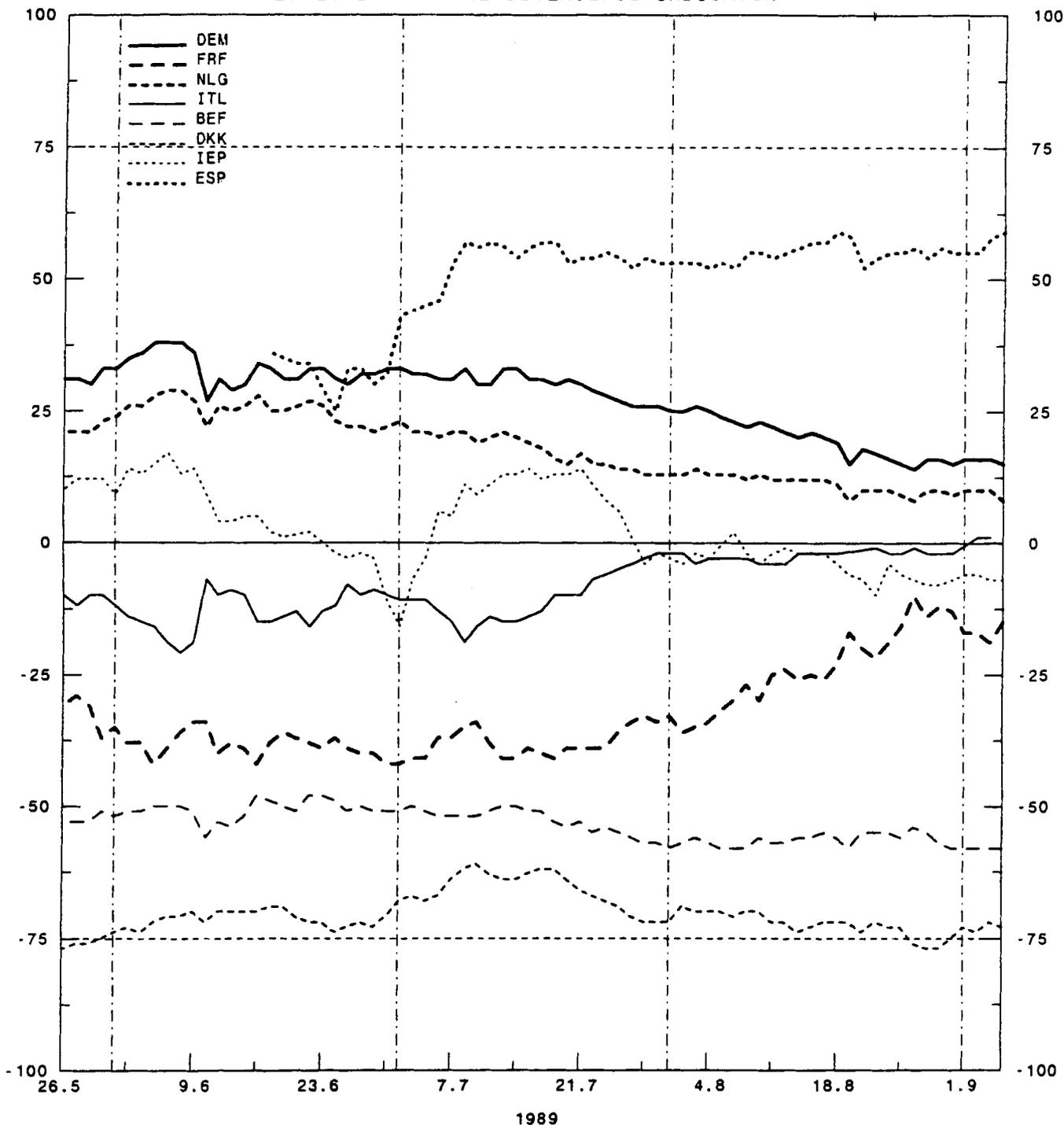
7.9.1989

MOVEMENTS IN THE EMS PARITY GRID



7.9.1989

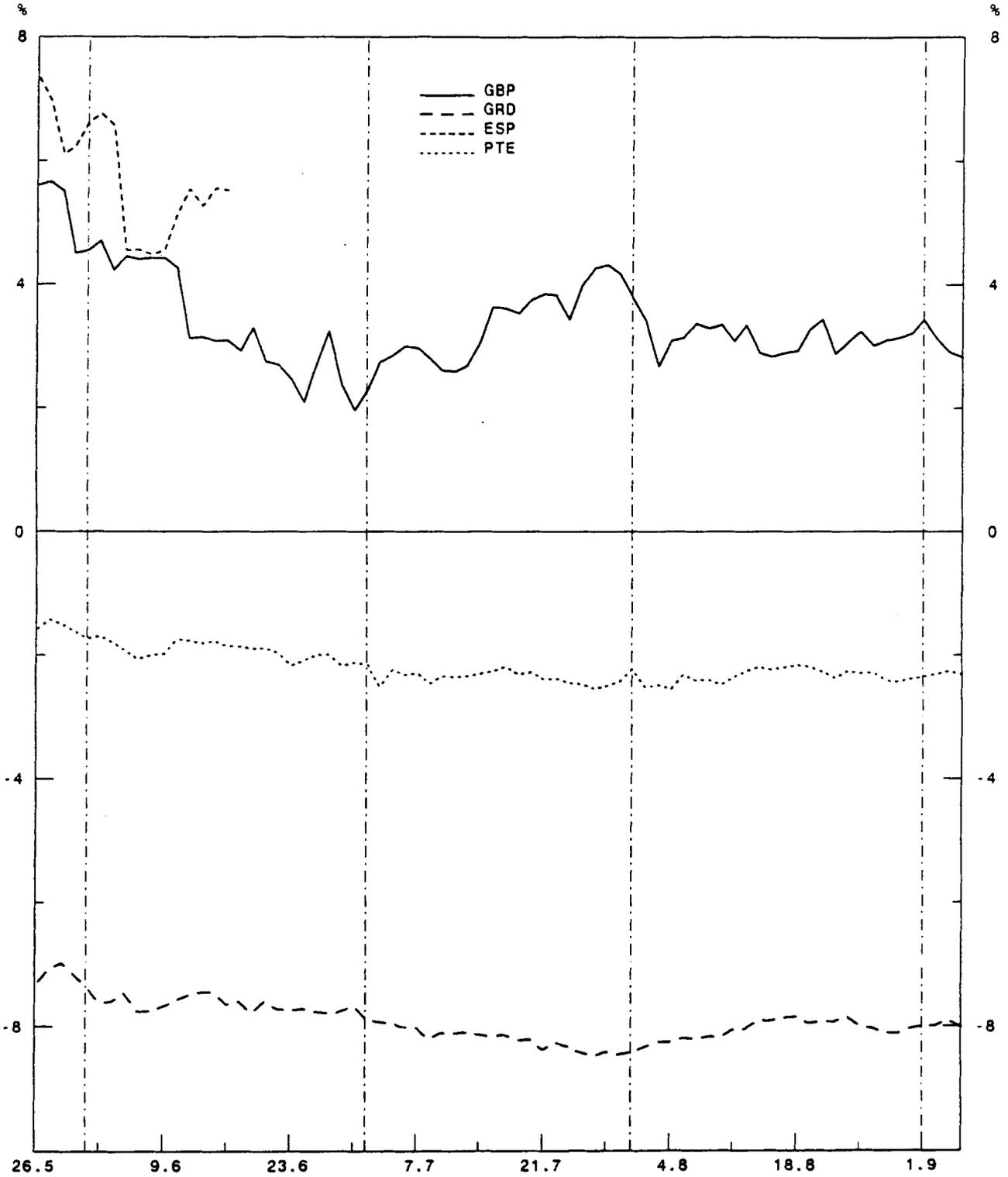
EVOLUTION OF THE DIVERGENCE INDICATOR*



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

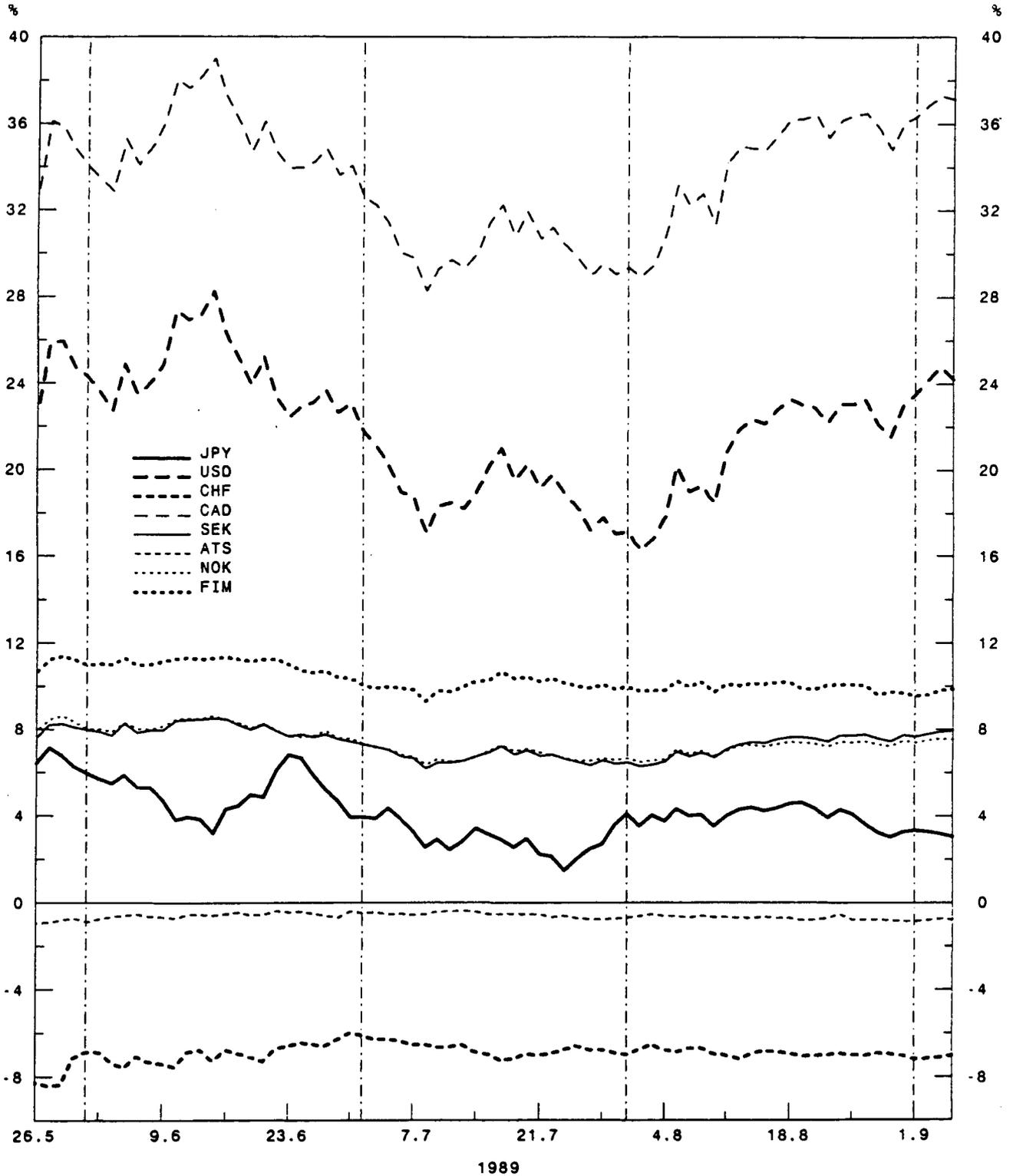
7.9.1989

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



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

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



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