

PROCES-VERBAL *
DE LA 228e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 13 SEPTEMBRE 1988 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson, Rey et Michielsen; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Rieke; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par MM. Papademos et Karamouzis; le Gouverneur du Banco de España, M. Rubio, accompagné par MM. 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 Masera; 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 MM. Pego Marques et da Costa Pinto; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Price; le Président de la Commission des Communautés européennes, M. Delors, accompagné par MM. Mingasson et Dixon; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assistent en outre MM. Raymond et Dalgaard, Présidents des groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Cook sont aussi présents, ainsi que MM. Bockelmann et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en indiquant que la réunion du Comité présidé par M. Delors commencera, cet après-midi, à 14 heures comme prévu; il n'est pas possible d'avancer l'heure mais la réunion devrait se terminer à 17 h 30 pour permettre les départs prévus par les participants.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 8 novembre 1988, et comportant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

I. Approbation du procès-verbal de la 227e séance

Le Comité approuve à l'unanimité le procès-verbal de la 227e 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 raffermissement du dollar qui avait commencé en mai s'est poursuivi jusqu'à la mi-août. Les raisons de cette appréciation ont été, comme auparavant, la forte croissance économique aux Etats-Unis entraînant notamment une hausse des taux d'intérêt et une certaine amélioration de la balance commerciale.

La Deutsche Bundesbank a essayé de freiner cette évolution en vendant des dollars d'abord seule, ensuite rejointe par d'autres banques centrales y compris la "Réserve Fédérale". Ces ventes ont été très importantes et ont dépassé \$20 milliards pour les trois mois juin, juillet et août. En même temps, les taux d'intérêt ont été relevés en Allemagne et dans d'autres pays. Ainsi le taux allemand du marché monétaire à trois mois est passé de moins de 3,5% à 4,5%. En dépit de ces actions, le deutsche mark est resté faible, même à l'intérieur du SME, la raison en étant des sorties importantes de capitaux à long terme.

En août, un changement de sentiment s'est produit à l'égard du dollar par suite certainement de l'effet cumulatif des très fortes interventions, des hausses de taux d'intérêt dans nombre de pays et de quelques signes de ralentissement de la croissance aux Etats-Unis. Le deutsche mark s'est raffermi vis-à-vis du dollar et à l'intérieur du SME. Les taux du marché monétaire en Allemagne ont en fait commencé à baisser au moment où le taux d'escompte a été relevé. Il n'a plus été nécessaire de soutenir le deutsche mark par des interventions et, au contraire, certaines banques centrales ont commencé, début septembre, à vendre des deutsche marks.

L'évolution du yen a enregistré des phases variées passant de l'affaiblissement à la stabilité et, plus récemment, au raffermissement.

La situation a été calme à l'intérieur du SME tant que le dollar a été ferme. Fin août et début septembre, certaines tensions sont apparues en liaison avec le raffermissement du deutsche mark, des rumeurs de réaligement associées à la réunion informelle du Conseil ECOFIN et quelques raisons spéciales dans certains pays. Les tensions ont été les plus marquées en France et en Italie. Dans le premier pays, l'écart de taux d'intérêt par rapport au deutsche mark s'était réduit de 4 points début juin à 2 points fin juillet. Les pressions sur le franc français ont entraîné une remontée des taux d'intérêt, un glissement du cours de change dans la bande et des interventions substantielles, environ \$2 milliards, fin août-début septembre.

En Italie, la détérioration de la balance des paiements a aussi pesé sur la lire et la Banca d'Italia a également utilisé les trois instruments, à savoir: marge de fluctuation, taux d'intérêt et interventions. Ces dernières ont été semblables à celles de la France, à savoir \$2 milliards. Les mesures importantes de libération des mouvements de capitaux et de dérèglementation prévues pour octobre ne semblent pas avoir contribué aux pressions sur la lire.

D'autres participants au mécanisme de change du SME ont aussi été touchés par ces mouvements. Le franc belge a ressenti les mêmes influences que le franc français et la lire italienne mais il a subi en plus les retombées de l'affaire de la Société Générale, c'est-à-dire des sorties de capitaux succédant aux entrées du début de 1988. La Banque Nationale de Belgique a relevé ses taux d'intérêt et est intervenue régulièrement depuis la mi-juin pour un total d'environ \$2 milliards.

Le florin néerlandais a été moins robuste que durant le premier semestre de 1988. Le cours s'est affaibli, les taux d'intérêt ont été relevés et des interventions de soutien assez régulières ont eu lieu pour un montant de plus de \$2 milliards. L'écart des taux d'intérêt entre les Pays-Bas et l'Allemagne est revenu au niveau normal de 0,5 point.

Au Danemark, les entrées de capitaux ont été beaucoup moins importantes et la couronne danoise s'est légèrement affaiblie. L'annonce de la suppression, le 1er octobre 1988, des dernières restrictions de change n'a pas eu d'effets sur le marché.

La livre irlandaise est restée ferme même si l'écart des taux d'intérêt avec les autres pays s'est légèrement rétréci.

En conclusion, les tensions qui sont apparues récemment dans le SME semblent liées au fait que les écarts des taux d'intérêt ont été réduits plus que le marché l'estimait approprié. Les banques centrales concernées ont fait face à ces tensions en utilisant les trois instruments classiques

et elles ont obtenu des résultats satisfaisants. Toutefois, des différences plus fondamentales existent entre les pays du SME, en particulier en matière de balance des paiements courants, et elles peuvent contribuer à entretenir certaines tensions.

L'évolution des monnaies ne participant pas au mécanisme de change a été diversifiée. Au Royaume-Uni, les relèvements des taux d'intérêt ont été décidés essentiellement pour des raisons internes, et la publication d'un déficit record de la balance commerciale a entraîné de l'agitation autour de la livre sterling. Le cours de celle-ci a fluctué quelque peu mais il est à noter que, depuis mars dernier, il est resté dans une plage assez limitée, de DM 3,10 à 3,22.

La peseta espagnole a été stable mais, depuis le début de l'année, elle s'est appréciée de 8% vis-à-vis du deutsche mark malgré des interventions à l'achat de plus de \$20 milliards. Fin août, cependant, la peseta s'est affaiblie en liaison avec les tensions sur le franc français et la lire italienne, la dégradation de la balance commerciale et la réduction des écarts de taux d'intérêt avec l'étranger, et le Banco de España est intervenu à la vente.

La drachme grecque et l'escudo portugais ont continué à se déprécier légèrement en termes de taux de change effectif.

B. Exposé de M. Janson

La discussion des Suppléants s'est animée autour des principaux points suivants:

1. Comment faut-il interpréter l'évolution récente des marchés, qui témoigne d'une certaine nervosité, sans que l'on puisse toutefois parler de fortes tensions?
2. Que peut-on faire pour consolider la confiance des marchés dans la stabilité des relations de change, entre monnaies du SME, et confirmer ainsi les déclarations récentes, importantes et concordantes des autorités allemandes et françaises?
3. Comment faut-il apprécier les développements spécifiques observés pour la livre sterling et la peseta espagnole?

1. La nervosité dans les marchés

Il convient de replacer le comportement récent des marchés des changes dans le contexte de l'évolution des données économiques fondamentales.

- a) La croissance est forte dans la plupart des pays européens, y

compris en Allemagne, où elle s'est encore récemment accélérée. Comme elle est encore nettement plus élevée chez un certain nombre de partenaires européens de l'Allemagne, ceci se manifeste à la fois dans l'évolution des balances courantes respectives, en Europe, et dans les relations commerciales bilatérales de l'Allemagne avec ses partenaires. Du point de vue du SME, il n'y a pas lieu de s'en inquiéter particulièrement. Là où un déficit courant apparaît, notamment en France ou en Italie, il demeure toutefois à des niveaux qui ne suscitent guère de préoccupations par eux-mêmes, d'autant plus que les relations de prix et de coût ne révèlent aucun danger de dérapage.

b) Sur le front des prix, certains Suppléants observent que le climat est en train de changer légèrement. Le souci d'éviter toute dépréciation du DM s'inscrit dans cette perspective, comme dans celle de la poursuite du processus d'ajustement. Les actions engagées par les autorités allemandes pour obtenir ce résultat ont été suivies par les autres pays membres du SME en exploitant les différents leviers de commande de l'Accord de Bâle-Nyborg.

c) Ces actions ont quelque peu affecté les anticipations de taux de change stables qui ont contribué, avec les différentiels de taux d'intérêt appropriés, à alimenter des mouvements de capitaux à long terme et à financer ainsi les déséquilibres de paiements courants. Il a été souligné que, dans certains cas, ces mouvements financent de façon adéquate les rythmes différents de croissance des investissements, entre différentes régions de la Communauté, et augurent bien des effets positifs de la libération des mouvements de capitaux. Toutefois, lorsque renaissent des rumeurs affectant les relations de change entre principales monnaies, le simple rétablissement des différentiels d'intérêt ne suffit plus nécessairement à calmer les anticipations nourries dans les marchés. Certains Suppléants s'inquiètent par ailleurs des niveaux atteints par les taux d'intérêt, et voient des limites aux possibilités crédibles d'action supplémentaires à la hausse.

2. Les politiques à suivre

a) Certains Suppléants ont exprimé la crainte de voir les marchés intensifier les pressions spéculatives. Avec la montée du deutsche mark en première ligne dans le SME et le léger glissement du franc français, les opérateurs se remettent en mémoire la longue histoire des réajustements en particulier entre ces deux monnaies importantes du système. Il importe dès lors de pouvoir donner aux marchés un signal clair et convaincant de façon à apaiser les rumeurs de réaligement.

b) Cet apaisement est aussi souhaitable pour plusieurs raisons: les rapports de compétitivité-prix n'ont guère sensiblement évolué. Les déséquilibres de balance commerciale en Europe reflètent en grande partie l'avantage structurel de l'économie allemande, dans une phase conjoncturelle ascendante, à l'exportation de biens d'investissement. Par ailleurs, il importe de ne pas ébranler la confiance dans la volonté déclarée de poursuivre les efforts consentis en vue d'une plus grande convergence dans la stabilité interne et externe. Il est essentiel, particulièrement en cette période de réunions internationales, que les éventuelles déclarations officielles contribuent à renforcer la confiance dans la stabilité des relations de change.

c) En s'efforçant de donner un contenu concret aux signaux de cohésion jugés souhaitables, les idées suivantes ont été avancées par référence aux mouvements éventuels du dollar. Il a été rappelé que les données fondamentales de l'économie américaine continuent à faire peser sur le dollar des risques de dépréciation non négligeables. Au cas où le dollar s'inscrirait en baisse, c'est plutôt par un signal de détente des taux d'intérêt, initié du côté allemand, que l'action coordonnée pourrait utilement être entreprise en vue de préserver la stabilité dans le SME et de rétablir des marges de manoeuvre.

Une éventuelle tendance à la hausse du dollar ne devrait pas être combattue par une nouvelle hausse des taux d'intérêt, mais par des interventions coordonnées uniquement en dollars.

3. La livre sterling et la peseta espagnole

a) Livre sterling

L'importance du déficit commercial anglais au mois d'août a illustré la vigueur de la demande interne au Royaume-Uni. Ceci a justifié, de l'avis du Suppléant anglais, la politique de resserrement progressif qui a été suivie en matière de politique des taux d'intérêt. Le Suppléant anglais admet que la livre est vulnérable à son niveau actuel et il espère que de nouvelles hausses des taux d'intérêt pourront être évitées.

b) Peseta espagnole

L'affaiblissement de la peseta doit être vu dans le contexte d'un taux d'inflation supérieur à l'objectif de 3%, la forte détérioration du compte courant et la baisse des taux d'intérêt. L'affaiblissement ne corrige qu'en partie l'appréciation considérable de la peseta vis-à-vis du DM (de l'ordre de 8% depuis le début de 1988) en termes réels. Le fléchissement

de la peseta reflète surtout des mouvements de capitaux à court terme, notamment par contagion avec les pressions observées sur le franc français et la lire italienne.

C. Discussion du Comité

M. Hoffmeyer présente quelques remarques complémentaires concernant la suppression, mentionnée par M. Dalgaard, des dernières restrictions de change encore en vigueur au Danemark. Cette mesure mettra fin à 55 ans de contrôles et entrera en vigueur le 1er octobre. A partir de cette date, tous les mouvements de capitaux seront libres, sous réserve du maintien de deux règles: d'une part une réglementation de la position extérieure des institutions financières qui est libérale et vise à éviter que les intermédiaires financiers ne spéculent contre la couronne danoise, d'autre part une disposition portant sur la fiscalité: le principe est que les résidents danois doivent s'assurer que, pour leurs dépôts à l'étranger, les autorités fiscales danoises reçoivent les mêmes informations que pour des dépôts au Danemark. Il appartient aux résidents danois eux-mêmes de fournir ces informations et il n'y aura donc pas d'interférence avec les législations nationales des pays dans lesquels les dépôts seront constitués.

Ainsi qu'il a déjà été dit, l'annonce de l'abolition du contrôle des changes à dater du 1er octobre 1988 n'a pas eu d'effets sur le marché des changes.

Le Président constate qu'il n'y a pas d'autres remarques sur les exposés faits par MM. Dalgaard et Janson.

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 1988

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

IV. Echange de vues sur l'évolution des finances publiques et implications pour la politique économique

Le Président rappelle que le Comité n'avait pas été en mesure de procéder à cet échange de vues à sa séance précédente. Même si M. Raymond

a déjà fait, en juillet, une présentation orale de la note sur les finances publiques, il pourrait en rappeler quelques éléments ou éventuellement y apporter quelques mises à jour.

A. Exposé de M. Raymond

Après la présentation faite en juillet, il n'y a pas lieu de procéder à une mise à jour, étant donné que la note sur les finances publiques porte essentiellement sur 1987, mais l'ossature de l'exposé de juillet et de la note peuvent être rappelées.

L'évolution des finances publiques en 1987 peut se caractériser par trois résultats positifs et trois sujets d'inquiétude. Les résultats positifs qui sont soulignés dans la note sont:

- une légère contraction globale, en pourcentage du PNB, des dépenses et des déficits cumulés pour la Communauté dans son ensemble;
- une légère amélioration de la convergence entre les pays membres;
- une réduction des conflits entre politique budgétaire et politique monétaire due en particulier à la forte contraction des financements monétaires directs des déficits budgétaires.

Les trois sujets d'inquiétude sont les suivants:

- les progrès accomplis sont très limités;
- aucun progrès sensible, durable, n'a été réalisé dans les pays dont la situation est la plus défavorable, c'est-à-dire ceux dont le déficit budgétaire ou le ratio de la dette publique sont les plus élevés; cette constatation est surtout vraie si l'on élimine, pour ces pays, des facteurs conjoncturels comme l'amélioration provisoire des recettes liée à une croissance plus forte que prévu ou la baisse des taux d'intérêt nominaux qui ne s'est pas poursuivie en 1988;
- dans les pays où la situation budgétaire est au contraire favorable, les autorités considèrent qu'elles ne disposent que d'une marge de manoeuvre très limitée pour utiliser l'arme fiscale à des fins conjoncturelles.

B. Exposé de M. Janson

1. D'une manière générale, les Suppléants partagent la conclusion du rapport présenté par M. Raymond. Même si les situations de conflit entre les politiques budgétaire et monétaire se sont atténuées en 1987, l'évolution budgétaire n'est que partiellement satisfaisante. Les situations

restent en effet très diversifiées et, dans plusieurs cas, demeurent difficilement supportables à moyen terme.

2. Les Suppléants constatent que, dans certains pays, les paiements d'intérêt de la dette publique exercent une forte incidence sur le solde budgétaire. Cela complique la réduction du déficit puisque l'effort d'assainissement doit porter sur les dépenses hors paiements d'intérêt qui sont parfois difficilement compressibles.

Il a aussi été observé, à la lecture du Tableau 10, que des différences sensibles apparaissent selon les pays entre la charge d'intérêt brute (colonne a) et cette même charge, après déduction, d'une part, des recettes d'impôts sur les intérêts (voir colonne e) et, d'autre part, des intérêts perçus par les pouvoirs publics sur leurs propres actifs financiers (voir colonne h). Cela illustre l'importance des implications fiscales de la libération des mouvements de capitaux pour certains pays et pourrait constituer, de l'avis d'un Suppléant, un thème de réflexion utile pour le "Groupe Raymond".

3. Le Suppléant allemand a commenté les facteurs qui ont provoqué l'accroissement du déficit budgétaire allemand ainsi que les conséquences qui en découlent pour les taux d'intérêt. Il a annoncé que la Bundesbank surveillera de près les effets, sur les prix, de la hausse de certaines taxes à la consommation, qui sont envisagées pour l'année prochaine.

Le Suppléant italien a annoncé que son gouvernement envisage de transformer le déficit budgétaire hors paiements d'intérêt - qui s'élève actuellement à 3,4% du PNB - en un léger surplus d'ici 1992, soit un redressement de l'ordre de 4% du PNB. La charge d'intérêts représente actuellement 8% du PNB. La réalisation de cet objectif devrait permettre de stabiliser le coefficient de la dette en termes du PNB en 1992. Ce résultat est évidemment conditionné par l'évolution des taux d'intérêt.

4. Les Suppléants ont aussi constaté que le financement des déficits publics s'effectue de moins en moins par la création de base monétaire, c'est-à-dire par un concours direct de la banque centrale ou, indirectement, par la voie des emprunts publics à l'étranger. Le financement des déficits publics au moyen de fonds collectés sur les marchés nationaux de capitaux est en effet devenu une pratique largement suivie dans les pays de la CEE.

5. Les débats ont fait apparaître que ni l'ampleur, ni le mode de financement des déficits budgétaires ne permettent de porter un jugement sur l'impact des finances publiques sur les politiques monétaires.

Certains Suppléants insistent en effet sur la nécessité de prendre en considération l'épargne interne globale des pays, à l'intérieur de laquelle une désépargne du secteur public peut être absorbée par un taux élevé d'épargne du secteur privé. Une telle situation n'exclut pas que le déficit budgétaire appelle une correction à moyen terme mais, dans l'immédiat, il est plus difficile d'y voir une source de perturbation macro-économique.

De même, un Suppléant fait observer que l'absence de concours direct de la banque centrale au financement du budget ne suffit pas à exercer une contrainte réelle sur la gestion des finances publiques, comme en témoigne la situation actuelle dans la Communauté. Il faudra s'en souvenir dans les exercices de réflexion sur les conditions de fonctionnement appropriées d'une future banque centrale européenne, et envisager éventuellement d'autres formes de discipline en matière budgétaire.

Il y a lieu d'ajouter que, le 6 septembre, le Comité monétaire a indiqué qu'il pourrait se pencher prochainement sur la question des mécanismes de financement des budgets publics dans les Etats membres. Les Services de la Commission prépareraient une note en vue de cet examen. M. Loehnis a rappelé que, depuis plusieurs années, le Comité des Gouverneurs procède à une revue annuelle de l'évolution des finances publiques sur la base de documents qui sont ensuite transmis au Comité monétaire, et que celui-ci devrait donc prendre en considération ces documents dans l'examen envisagé.

C. Discussion du Comité

M. Leigh-Pemberton observe que le rapport des experts présente les conclusions suivantes: la situation des finances publiques a été partiellement satisfaisante en 1987 mais les perspectives d'une amélioration de la convergence dans la Communauté sont plutôt incertaines. Au Royaume-Uni, la réduction de la dépense publique s'est poursuivie ainsi que la politique de désendettement. L'objectif est de continuer, à moyen terme, cette politique et de garder un budget équilibré. En fait, l'excédent budgétaire pourrait dépasser sensiblement les prévisions et atteindre 3% du PNB en 1988. Malgré cette évolution, l'expansion monétaire est très vive à cause de la forte progression de l'endettement du secteur privé. L'économie est en effet très active, la demande interne est très vigoureuse et dépasse le potentiel de l'offre, d'où une dégradation de la balance des comptes courants et une forte expansion du crédit. Il est à noter toutefois que l'amélioration se développe dans le domaine de l'offre, de la productivité et de l'emploi. Il en résulte une progression des revenus réels, une confiance accrue de l'industrie et des ménages et aussi

une hausse de l'épargne privée. Ces phénomènes qui ont été plus marqués que dans les autres pays de la Communauté expliquent les différences qui caractérisent le Royaume-Uni par rapport à ses partenaires en matière d'expansion monétaire et de finances publiques.

M. Ciampi remercie tout d'abord le groupe d'experts et son Président pour le rapport qui reflète clairement et complètement l'expérience des divers pays de la Communauté. L'Italie est sans doute le pays qui a le plus de difficultés dans ce domaine, étant donné l'importance du besoin de financement public, l'ampleur de la dette et les relations que la situation des finances publiques entretient avec les autres éléments de l'économie et la situation monétaire. Même si le besoin de financement est essentiellement couvert par le marché, il a des effets sur l'économie et la situation monétaire. Les efforts faits durant les dernières années ont permis simplement d'éviter que le besoin de financement augmente en pourcentage du PNB. La nécessité de s'attaquer de manière décisive à cette question est reconnue par tous, et les milieux gouvernementaux et la population ont été sensibilisés. Le programme d'assainissement des finances publiques est vu dans la perspective de la construction européenne à laquelle l'Italie est très favorable mais il faut reconnaître une certaine contradiction entre le désir profond d'intégration accrue et le désordre des finances publiques italiennes. Certaines mesures ont été prises au cours de l'été pour contenir le déficit budgétaire mais le plus important est de mettre en place un programme pluri-annuel de réductions successives du déficit et du besoin de financement. Un projet devrait être présenté avant fin septembre devant le Parlement; il constituerait une première étape d'un plan pluriannuel dont le but est d'éliminer d'ici 1992 le déficit net des intérêts. Ce résultat devrait être obtenu d'une part en alourdissant la pression fiscale, d'autre part en réduisant la dépense publique.

Le besoin de financement, de l'ordre de 11,5% du PNB, pose un problème difficile même s'il n'est pas couvert par de la création monétaire ou l'intervention de la banque centrale. Celle-ci a toujours insisté, depuis des années, pour que le financement se fasse sur le marché; cela a permis de discipliner l'expansion monétaire en Italie mais au prix de taux d'intérêts élevés qui, à leur tour, alourdissent un peu plus les charges de l'Etat. Il y a quelques années encore, par exemple en 1982-1983, de grandes résistances devaient être surmontées pour convaincre tous les milieux de la nécessité d'éviter un financement monétaire du déficit budgétaire. Aujourd'hui, et grâce en particulier à l'action opiniâtre de la banque centrale, cette nécessité est reconnue par tout le monde et est devenue une préoccupation essentielle du gouvernement et du Parlement.

Le Président rappelle que, selon une tradition bien établie, la note sur les finances publiques sera transmise au Comité monétaire après une brève procédure écrite permettant aux banques centrales de proposer éventuellement des changements au texte. Cette transmission apparaît d'autant plus utile que la note pourra servir pour l'étude que le Comité monétaire envisage d'entreprendre. Il est également traditionnel de porter directement à l'attention des Ministres des Finances la note et les résultats de son examen par le Comité. Bien entendu, les Gouverneurs recevront comme d'habitude une copie de la lettre d'envoi de la note aux Ministres, lettre qui reflétera le contenu de l'échange de vues que le Comité vient d'avoir.

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

Le Président rappelle que cet échange de vues est mis traditionnellement à l'ordre du jour de la séance du Comité de septembre mais que presque aussi traditionnellement le Comité s'abstient de toute délibération à ce sujet. Les Gouverneurs ont en effet l'occasion d'aborder ces questions dans d'autres fora.

Le Président constate qu'aucune remarque n'est formulée.

VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

- Echange de vues sur la décision des autorités britanniques d'émettre prochainement des Bons du Trésor à court terme en Ecus

Le Président indique que les Suppléants ont entendu un bref exposé de leur collègue britannique concernant la décision des autorités du Royaume-Uni d'émettre prochainement des bons du Trésor à court terme en Ecus et que M. Leigh-Pemberton est disposé à présenter quelques remarques au Comité.

M. Leigh-Pemberton fournit les indications ci-après sur le programme du gouvernement britannique d'émission de bons du Trésor en Ecus. Le but principal de ce programme est de disposer d'un papier à court terme permettant d'apporter plus de flexibilité dans la gestion de la dette, c'est-à-dire des avoirs et des engagements officiels en devises. L'objectif est aussi de contribuer au développement de l'usage de l'Ecu sur les marchés internationaux et de renforcer la place de Londres dans les transactions en Ecus. Il existe en effet une lacune à combler entre le marché des dépôts et celui des titres en Ecus, d'où le besoin d'instruments à court terme avec caution gouvernementale, activement traités et avec un degré de liquidité élevé sur

un marché secondaire. L'Italie a fait oeuvre de pionnière dans ce domaine avec son programme d'émission de bons du Trésor à 1 an; le Royaume-Uni envisage la partie plus courte de ce marché, à savoir des échéances à 1, 3 et 6 mois.

Depuis l'annonce du programme début août, les détails ont été mis au point. La première mise en adjudication aura lieu en octobre et devrait être suivie pendant quelque temps d'opérations mensuelles portant, chaque fois, sur environ Ecus 500 millions avec probablement des échéances de 1, 3 et 6 mois. Dans une première phase, le programme devrait atteindre environ Ecus 1 à 2 milliards. Le mémorandum d'information distribué hier, lundi, aux Suppléants ne sera publié que dans quelques jours; il fournit les détails du programme qu'il est prévu de revoir, en mars 1989, à la lumière de l'expérience des six premières adjudications. Celles-ci sont envisagées comme une opération continue, c'est-à-dire que l'intention n'est pas simplement d'emprunter en Ecus mais de développer un nouveau marché secondaire liquide pour les Bons en Ecus. Des arrangements ont été conclus avec un groupe de banques et de "securities houses" qui agirait comme teneur de marché et commercialiserait les instruments auprès de leur clientèle. Le mémorandum donne la liste des institutions qui ont accepté de jouer ce rôle: les grandes maisons britanniques mais aussi des banques d'autres pays de la Communauté y figurent, ainsi qu'un petit nombre d'établissements en dehors de la CEE qui ont déjà une activité importante en matière d'Ecu.

Jusqu'ici, la réponse des investisseurs potentiels et des teneurs de marché à l'annonce du programme a été très positive. Les autorités britanniques sont conscientes toutefois que si l'on veut développer progressivement un marché, il faut que leur programme démarre bien et aussi que d'autres émetteurs entrent en jeu; elles espèrent que l'intérêt se développera et que d'autres émetteurs viendront élargir l'éventail d'instruments disponibles. Il serait intéressant de savoir si des plans dans cette direction existent dans certains pays de la CEE.

Le Président remercie M. Leigh-Pemberton pour sa communication intéressante; il constate qu'il n'y a pas de remarques et il souhaite bonne chance à la Bank of England et au Trésor britannique pour la réalisation de leur programme d'émission de titres à court terme en Ecus.

- Départ de M. Janson

Le Président rappelle que, en raison de son départ prochain à la retraite, M. Georges Janson participe pour la dernière fois aux travaux du

Comité. Il indique qu'il aurait beaucoup à dire, connaissant M. Janson depuis les bancs de l'Université, mais qu'il ne lui infligera pas un long discours étant donné que, depuis plusieurs jours et pendant quelques jours encore, il a eu et il aura l'occasion de participer ou de présider des séances marquées par une dernière participation de M. Janson.

Si l'on s'en tient au Comité des Gouverneurs, au sein duquel il a déployé une activité extrêmement importante, M. Janson a établi au moins trois records: le record de la durée, en étant membre du Comité depuis 17 ans et demi; le record de l'assiduité, pas une seule absence durant cette période qui a comporté 180 séances, enfin le record des Présidences, ayant présidé à trois reprises le Comité des Suppléants, en 1974, en 1978 et en 1988. Avec un pareil bilan, M. Janson peut certainement affronter les souvenirs avec confiance et satisfaction. En tout cas, c'est avec de tels sentiments ainsi qu'avec leurs remerciements et leurs meilleurs vœux que les Gouverneurs prennent congé aujourd'hui de M. Janson,

M. Janson rappelle qu'il a débuté dans le Comité des Gouverneurs sous la Présidence de M. Carli à la séance d'avril 1971 alors qu'on s'apprêtait à rétrécir les marges de fluctuation de 1,50% à 1,20%. Le mois suivant, en mai 1971, tout ce projet éclatait par suite du flottement du mark et du florin néerlandais. Les Belges et les Néerlandais ont alors oeuvré pour établir une relation fixe entre leurs monnaies, appelée le "ver", qui s'est ensuite glissé dans le "serpent" pour finalement disparaître mais après avoir été le précurseur des systèmes de change communautaires. Maintenant, 17 à 18 ans plus tard, les Gouverneurs sont invités à faire eux-mêmes un travail sur la banque centrale européenne et il convient de leur souhaiter plus de chance que dans certains exercices antérieurs.

M. Janson remercie les Gouverneurs de l'avoir écouté pendant de longues années; il sait qu'il dit très souvent ce qu'il pense, ce qui est quelquefois un peu agaçant, mais représente probablement la meilleure façon d'être entendu. M. Janson remercie aussi les interprètes qui ont dû s'adapter à sa volubilité et à sa rapidité d'élocution qui est d'autant plus grande qu'il s'écarte fréquemment des textes préparés pour les exposés.

Le Président indique que le départ de M. Janson n'est malheureusement pas le seul. En effet, M. Masera quitte la Banca d'Italia pour assumer les fonctions de Directeur Général de l'IMI à partir du 1er octobre. Le Président remercie M. Masera de la contribution précieuse qu'il a apportée pendant plusieurs années aux travaux du Comité et lui exprime, au nom des Gouverneurs, les vœux de succès dans ses nouvelles responsabilités.

VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 8 novembre 1988 à partir de 10 heures.

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

JUILLET ET AOUT 1988

Le présent rapport retrace l'évolution, durant les mois de juillet et d'août et les premiers jours de septembre 1988, du marché des changes et des interventions effectuées par les banques centrales participant à la concertation¹.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

En juillet et août 1988, les marchés des changes ont été principalement caractérisés par les développements suivants:

- nouveau renforcement du dollar EU par rapport à la plupart des monnaies en juillet et au début d'août, puis léger recul vis-à-vis des monnaies européennes vers la fin d'août;
- intensification des interventions concertées à la vente de dollars, principalement contre deutsche marks, la monnaie allemande fléchissant fortement jusqu'à la mi-août avant de se redresser assez nettement;
- courant acheteur important sur la livre sterling et le yen, qui ont varié dans une marge assez étroite par rapport au dollar EU jusqu'à fin août, pour s'inscrire ensuite en baisse vis-à-vis de la plupart des monnaies;

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

- relèvements des taux d'intérêt officiels dans plusieurs pays européens.

Le dollar EU a continué de se raffermir par rapport à la plupart des autres monnaies au cours de juillet et d'août. Tout au long de la période, il a bénéficié des signes de vigueur de l'économie américaine susceptibles, estimait-on, de conduire à un resserrement de la politique monétaire et, partant, à une hausse des taux d'intérêt du dollar. La décision prise, début août, par la Réserve Fédérale de relever le taux d'escompte de 0,5 point, pour le porter à 6,5%, a traduit, à l'évidence, la détermination des autorités monétaires de contenir les pressions inflationnistes. En outre, les opérateurs ont été encouragés par la conviction que le processus d'ajustement international se poursuivait; cette conviction a été renforcée par la publication de chiffres meilleurs que prévu pour le commerce extérieur américain en mai et ne s'est pas démentie malgré l'annonce de résultats moins favorables en juin. A diverses reprises durant ces deux mois, les autorités américaines sont intervenues pour freiner l'ascension du dollar, et ce parfois massivement en coopération avec d'autres banques centrales. Vers la fin d'août, le dollar s'est replié légèrement vis-à-vis des monnaies européennes. Il a fini le mois en hausse de 2,3% par rapport au yen et de 3,2% vis-à-vis du deutsche mark.

Stable en juillet, le SME a enregistré quelques mouvements en août. La livre irlandaise et le deutsche mark se sont déplacés vers le sommet de la bande tandis que la couronne danoise, le franc français et la lire italienne se sont quelque peu affaiblies.

Le deutsche mark a continué de fléchir fortement en juillet et pendant les premiers jours d'août. Malgré des interventions parfois massives, il a perdu beaucoup de terrain, en particulier par rapport au dollar EU. Cet affaiblissement a résulté de sorties de capitaux dues pour la plupart au niveau plus élevé des taux d'intérêt sur la plupart des marchés étrangers. A partir de la deuxième décade d'août, le deutsche mark s'est sensiblement redressé vis-à-vis du dollar EU et de toutes les autres monnaies et a progressé jusqu'à la première place dans la bande de fluctuation du SME. Le 25 août, le Conseil central de la Deutsche Bundesbank a relevé le taux d'escompte officiel, de 3% à 3 1/2%, consolidant ainsi la hausse, ces dernières semaines, des taux d'intérêt du deutsche mark sur les marchés monétaires à la suite de la montée des taux du dollar EU.

La nouvelle réduction de 1/4 de point du taux des appels d'offre de la Banque de France, début juillet, n'a pas altéré la fermeté du

franc français tout au long du mois et dans les premiers jours d'août. La hausse généralisée des taux d'intérêt survenue ensuite aux Etats-Unis puis en Europe s'est traduite, en particulier, par un nouveau rétrécissement de l'écart entre les taux obligataires allemands et français qui, cette fois, a suscité des arbitrages en faveur du deutsche mark et pesé quelque peu sur la tenue du franc français. Ces pressions se sont atténuées les derniers jours d'août.

Affecté par les tensions qui se sont développées en début de période, le franc belge s'est affaibli. La politique de la Banque Nationale de Belgique a consisté en, d'une part, des interventions de soutien relativement importantes et, d'autre part, le relèvement des taux d'escompte et d'avances de 0,25%. Après une accalmie de quelques semaines, les tensions sont réapparues suite au mouvement général de hausse des taux d'intérêt; la Banque Nationale de Belgique a dès lors poursuivi ses ventes de devises et a relevé à deux reprises de 0,25% ses taux d'escompte et d'avances à respectivement 7,50% et 7,75%.

Le florin néerlandais a continué de s'affaiblir légèrement par rapport au deutsche mark, malgré les ventes importantes de dollars effectuées par la Nederlandsche Bank et l'accroissement de l'écart de taux d'intérêt vis-à-vis du deutsche mark après la forte réduction précédente. Compte tenu de l'évolution des taux d'intérêt à l'étranger, la Nederlandsche Bank a majoré à deux reprises, les 29 juillet et 26 août, de 0,25 point, son taux d'escompte pour le porter à 4%, et de 0,5 point et 0,25 point son taux d'avances sur titres qui se situe maintenant à 4,75%.

La couronne danoise est revenue de la partie supérieure de la bande du SME vers une position médiane. Le 8 juillet, la Danmarks Nationalbank a abaissé de 1/4% ses taux officiels débiteur et créateur, qui ont ainsi été ramenés à 7 3/4% et 8 1/2% respectivement. Les taux du marché sont restés pratiquement inchangés, mais les écarts de taux d'intérêt en faveur de la couronne se sont rétrécis.

En dépit de fluctuations occasionnelles, la livre irlandaise s'est située au sommet de la bande du SME durant la majeure partie de la période.

Tout au long de l'été, la lire italienne a bénéficié de facteurs saisonniers et d'entrées de capitaux à court terme, qui ont amené la Banca d'Italia à procéder à des interventions substantielles à l'achat. La situation s'est modifiée au cours de la seconde quinzaine d'août, à la suite du relèvement du taux d'escompte décidé par la Réserve Fédérale qui a suscité des incertitudes relatives à l'évolution future des taux d'intérêt en Europe.

Ces conditions ont continué de prévaloir après l'augmentation d'un demi-point du taux d'escompte de la Banca d'Italia, porté à 12,5% le 25 août.

Confortée par trois hausses de 1/2% du taux de base au Royaume-Uni (relevé de 9 1/2% au début de juillet à 11% le 8 août) et par le sentiment que les taux d'intérêt devaient rester élevés pour combattre les pressions inflationnistes, la livre sterling a fait l'objet, à certaines périodes, d'une forte demande en juillet et durant la première quinzaine d'août, enregistrant des gains sensibles vis-à-vis des monnaies européennes. Cependant, l'opinion du marché est demeurée défavorable à la livre le 22 août en raison des inquiétudes croissantes suscitées par l'évolution de l'économie britannique, et la publication des chiffres du commerce du Royaume-Uni en juillet, faisant état d'un déficit record des paiements courants, a entraîné une forte baisse de la livre. La monnaie britannique a été stabilisée par une augmentation d'un point du taux de base interne, porté à 12% le 25 août, mais elle s'est inscrite en baisse en fin de mois. Sur l'ensemble de la période, l'indice de la livre, pondéré en fonction des échanges commerciaux, s'est accru de 0,8%, pour se situer à 75,8.

La drachme grecque s'est affaiblie de 3,8% et 0,7% respectivement vis-à-vis du dollar EU et de l'Ecu. En termes effectifs, elle s'est dépréciée de 1,2%.

La peseta espagnole est demeurée ferme durant la majeure partie de la période, s'affaiblissant légèrement à la fin d'août. Les interventions du Banco de España ont été sporadiques et, dans l'ensemble, nettement moindres qu'à tout autre moment de l'année. En termes nominaux, la peseta s'est appréciée de 0,9% par rapport à l'Ecu et s'est dépréciée de 2,1% vis-à-vis du dollar EU. Le Banco de España a relevé de 1/4% son taux de prise en pension à trois mois, le portant à 10,5%; dans le même temps, une correction technique a été effectuée pour le taux de l'argent au jour le jour, qui a été abaissé de 1/8 de point, soit à 10 3/8%.

L'escudo portugais a fléchi de 3,6% vis-à-vis du dollar EU. A compter du 1er août, les pondérations des monnaies sur lesquelles est fondé le taux de change effectif ont été révisées et, conformément aux objectifs définis par les autorités, l'escudo s'est déprécié de 0,25% en termes effectifs.

Jusqu'aux environs de la fin d'août, le franc suisse s'est continuellement affaibli vis-à-vis de toutes les grandes monnaies. Ce fléchissement a été provoqué par des augmentations marquées des taux d'intérêt pour les placements en d'autres monnaies. Au cours de cette période, la valeur du franc, pondérée en fonction des exportations, a régressé de 2,7%. Ce n'est qu'au cours des derniers jours du mois que le franc est parvenu à s'éloigner

de son plus bas niveau de l'année. A compter du 26 août, les taux officiels d'escompte et lombard ont été relevés de 1/2 point et portés à 3% et 5%.

Le schilling autrichien s'est affaibli de 2,9% en juillet et août vis-à-vis du dollar EU, avec un écart mensuel de 4,1% et 3,0% respectivement. Par rapport au deutsche mark, il a fluctué durant ces deux mois dans une fourchette de 0,24%. Avec effet aux 4 et 20 juillet et 3 août, le taux des interventions sur le marché monétaire a été relevé successivement de 1/4 de point et s'établit à 4 5/8%. Les banques admises au refinancement ont bénéficié, du 22 au 29 juillet, de liquidités additionnelles dans le cadre d'opérations spéciales sur l'open market au taux de 6 1/2%, après une indésirable pénurie temporaire de liquidités consécutive à d'importantes sorties de capitaux induites par les taux d'intérêt. En harmonie avec les mesures prises par d'autres banques centrales, le taux d'escompte a été augmenté de 1/2 point, à 4%, à compter du 26 août. Le taux lombard est demeuré inchangé à 5%.

La couronne norvégienne a continué de s'affaiblir au cours de la période, et son indice est passé de 110,7 à 112,6. Malgré des indications positives faisant état d'une diminution des tensions dans l'économie interne, l'incertitude du marché au sujet de l'évolution future de la politique budgétaire et l'incidence de la réduction des écarts de taux d'intérêt ont entraîné certaines sorties de devises. Dans l'ensemble, toutefois, l'écart de taux d'intérêt vis-à-vis des monnaies du panier est demeuré élevé (5 points).

La couronne suédoise s'est légèrement affaiblie à partir de la mi-juillet. Ce fléchissement a été dû en partie au rétrécissement des écarts de taux d'intérêt vis-à-vis des monnaies étrangères et aux opérations de termaillage qui ont suivi les entrées massives de capitaux enregistrées en mai. La banque centrale est intervenue en vendant des devises mais a laissé dans le même temps l'indice de la monnaie s'accroître d'un point, pour atteindre 131,7. A partir de la seconde quinzaine d'août, le marché a été équilibré.

En termes effectifs, le mark finlandais est demeuré tout à fait stable. Il a toutefois été soutenu par des ventes relativement importantes de devises par la banque centrale. Les taux d'intérêt du marché interne se sont accrus de plus de 100 points de base.

Le yen japonais s'est déprécié de 2,1% par rapport au dollar EU en juillet et août. Malgré le sentiment généralement orienté à la hausse de la monnaie américaine sur les marchés des autres pays, le yen s'est maintenu dans une fourchette relativement étroite (Y 132-135) sous l'effet des pressions persistantes à la vente de dollars sur le marché à terme provenant des exportateurs et des investisseurs institutionnels japonais. Vers la fin

du mois d'août, cependant, la rumeur concernant l'institution d'un nouvel impôt au Japon appliqué aux plus-values sur actions a déclenché une baisse brutale du yen, qui s'échangeait, le 31 août, sur le marché de New York à son plus bas niveau depuis neuf mois contre le dollar, soit Y 136,85. Vis-à-vis des monnaies européennes, le yen s'est apprécié de 0,9%. Il a atteint, en particulier, un nouveau record de Y 69,96, le 18 août, par rapport au deutsche mark.

Après avoir atteint, fin juillet, son niveau le plus élevé depuis 6 ans et demi, à \$EU 0,8373, le dollar canadien s'est affaibli durant le reste de la période, clôturant le mois d'août aux alentours de \$EU 0,8075 - soit à son minimum depuis le mois de mai. Cette évolution représente une baisse de 2,1% depuis juin. En juillet, la monnaie a été soutenue par les bons résultats de l'économie canadienne, la fermeté des cours des matières premières et l'écart positif entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains, qui a lui-même stimulé l'intérêt des investisseurs étrangers pour les titres libellés en dollars canadiens. En août, cependant, lorsque le dollar EU s'est raffermi vis-à-vis des autres grandes monnaies, le dollar canadien a été affecté par les incertitudes politiques entourant l'adoption par le Parlement du projet de loi relatif à la liberté des échanges entre les Etats-Unis et le Canada ainsi que par l'issue d'une possible élection fédérale à l'automne.

II INTERVENTIONS

a) Interventions en dollars EU

Les ventes nettes de dollars EU se sont élevées à \$EU 21,5 milliards en juillet et août, au lieu de \$EU 0,2 milliard en juin et ont résulté de \$EU 1,8 milliard d'achats bruts et de \$EU 23,3 milliards de ventes brutes. Les principaux achats ont été effectués par le Banco de Portugal et, en juillet, par la Banque du Canada. Des ventes importantes de dollars ont été réalisées par un certain nombre de banques centrales, les plus gros vendeurs ayant été la Deutsche Bundesbank, la Federal Reserve Bank of New York et, en août, la Banque du Canada. Certaines banques centrales ont également participé en quelques occasions à des interventions coordonnées en vendant des dollars contre deutsche marks.

b) Interventions en monnaies communautaires et en Ecus privés

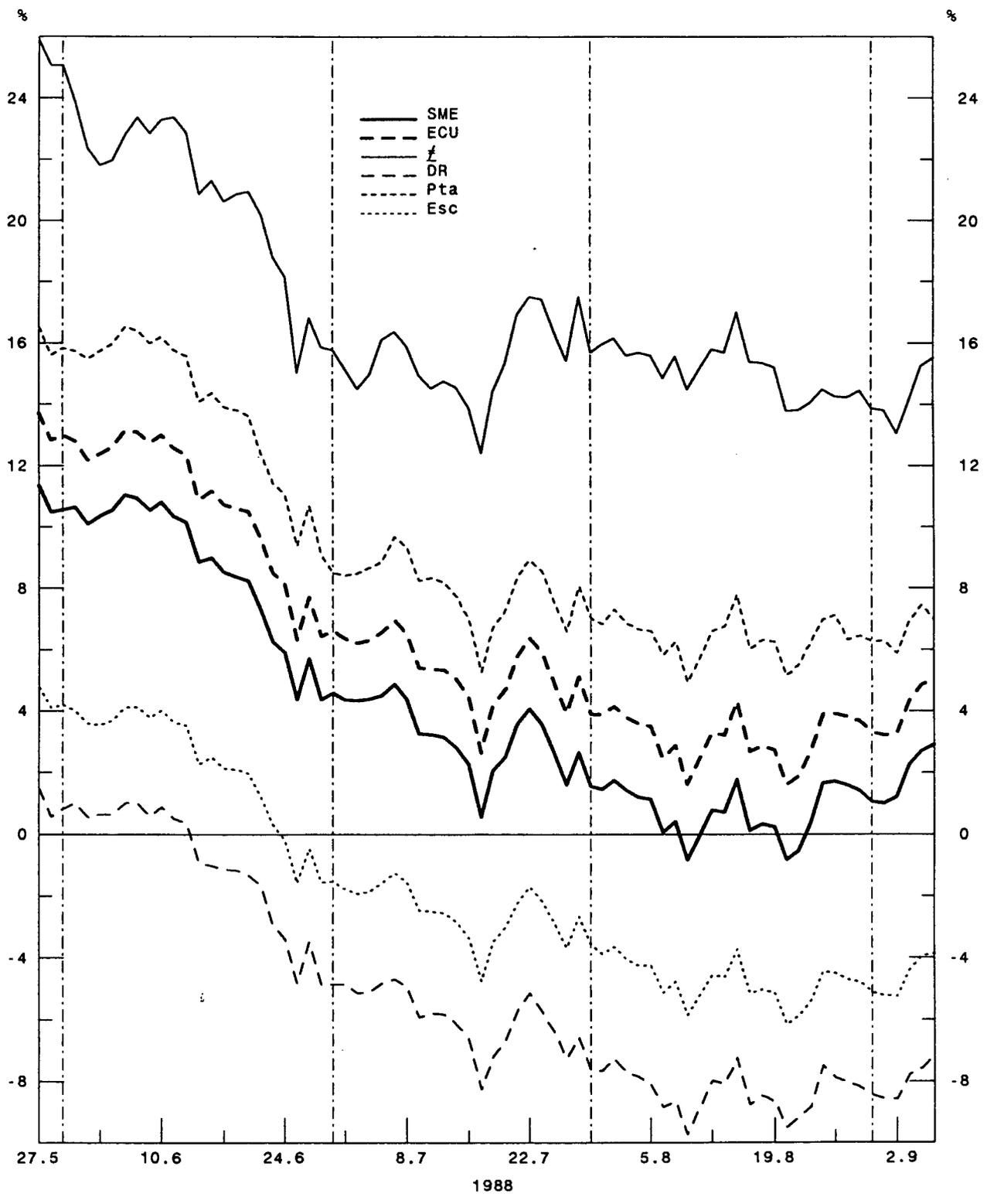
Les interventions des banques centrales de la Communauté en monnaies du SME et en Ecus ont atteint l'équivalent de \$EU 5,7 milliards, au lieu de \$EU 2,6 milliards en juin. Ces interventions ont essentiellement revêtu la forme d'achats de deutsche marks, la Banca d'Italia et le Banco de España ayant été les principaux acheteurs.

II. EVOLUTION JUSQU'AU 9 SEPTEMBRE

Après la publication de certaines statistiques indiquant une croissance économique plus faible, le dollar a quelque peu fléchi.

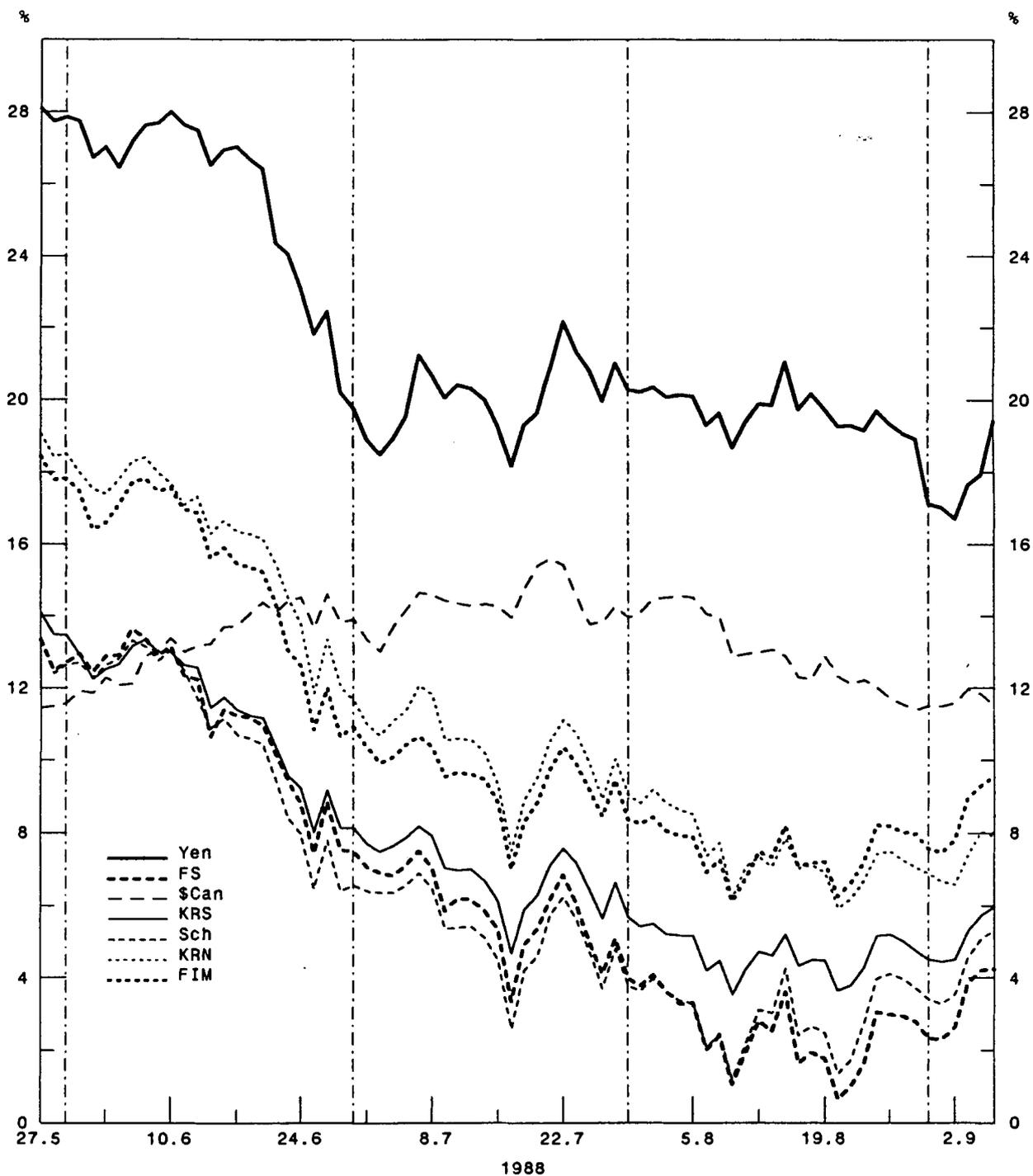
Au sein du SME, le franc français et la lire italienne ont subi quelques pressions qui se sont quelque peu réduites à la fin de la semaine.

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 1986 VIS-A-VIS DU \$EU*



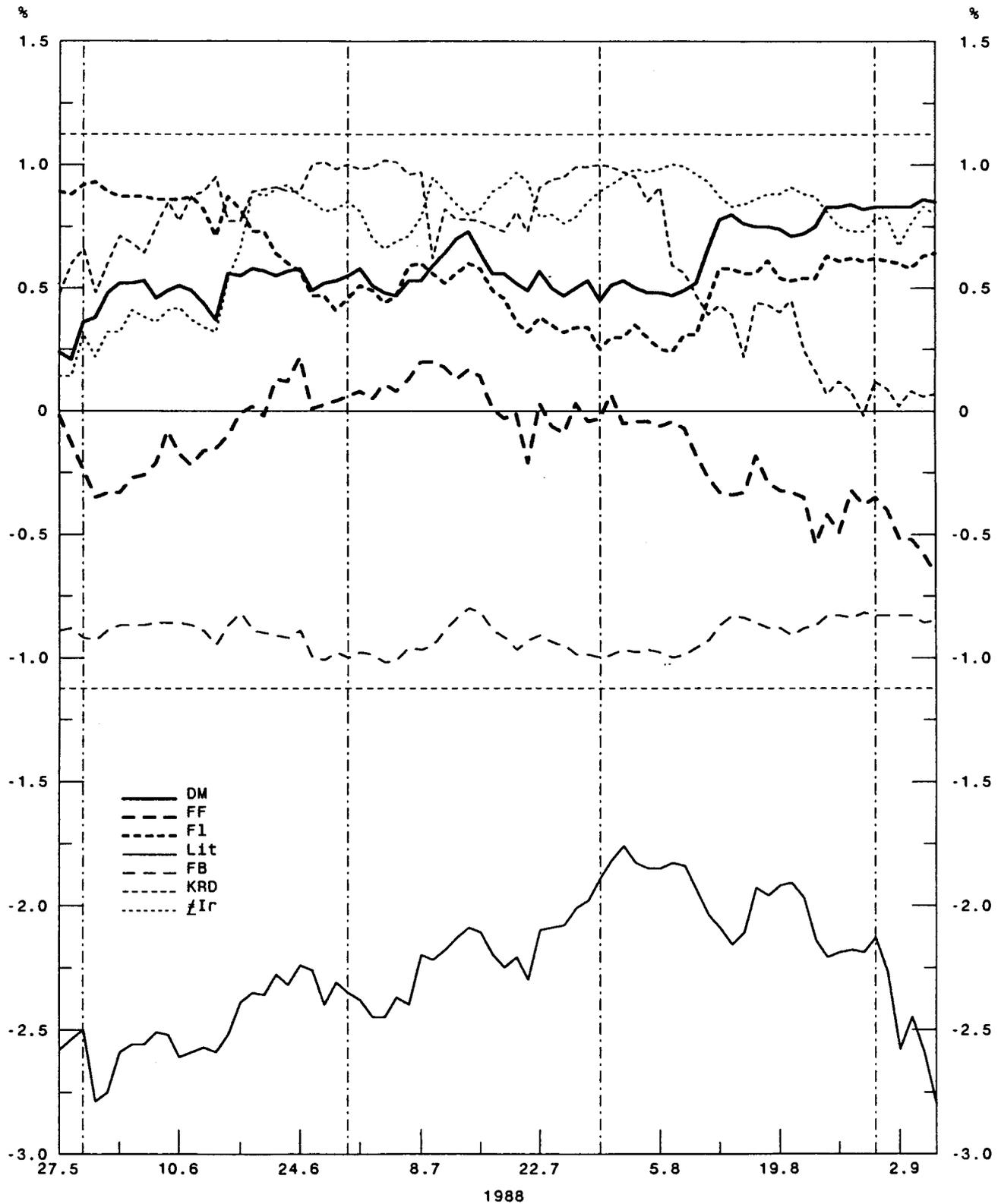
* Voir page suivante.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A
LA CONCERTATION, SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986
VIS-A-VIS DU \$EU*



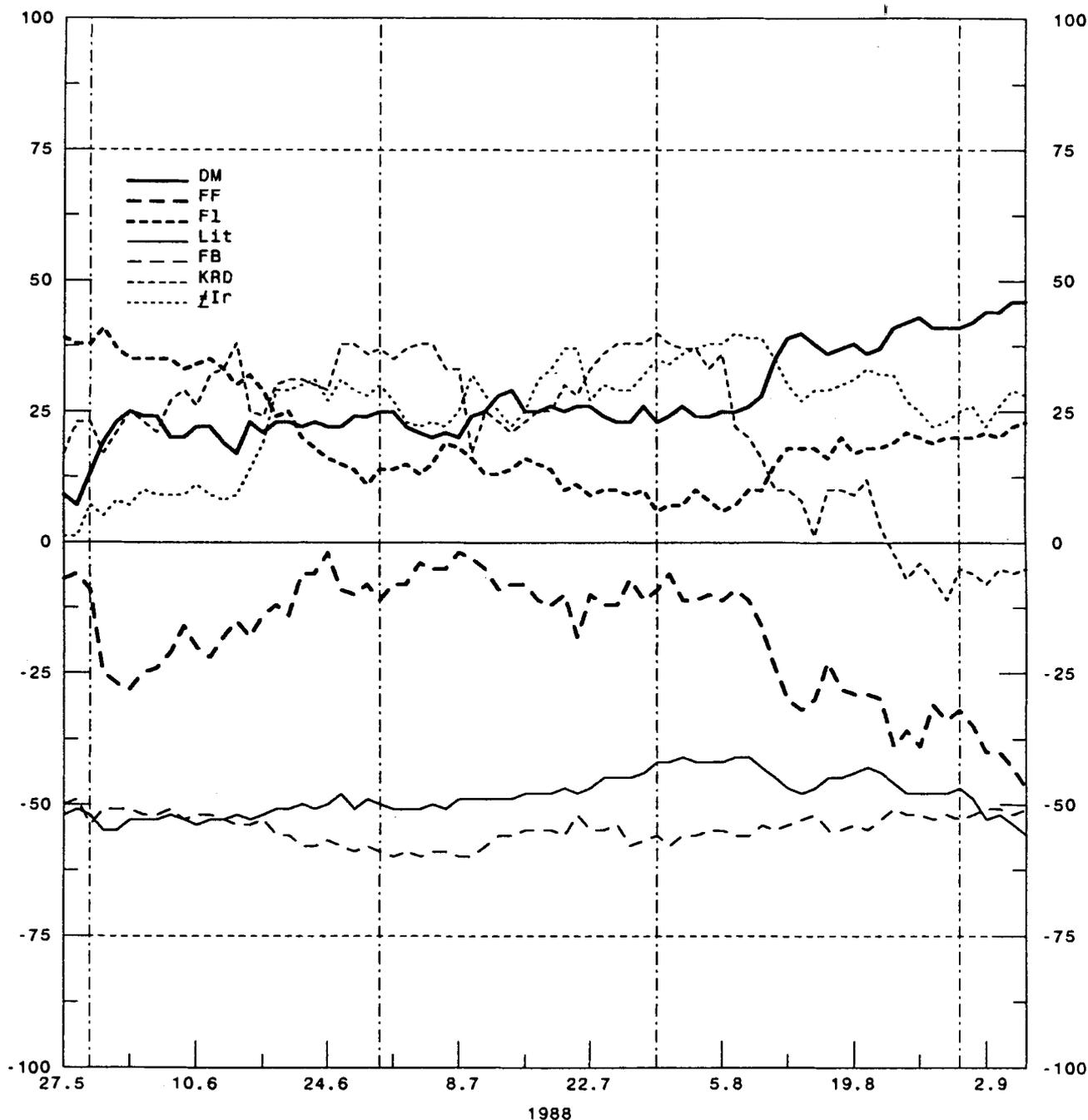
* ECU 0,93425; £ 0,6773; DR 138,7601; PTA 131,8700; ESC 146,0995;
FIM 4,7925; \$Can 1,3805; FS 1,6215; Yen 159,7993; KRS 6,7750; KRN 7,3975;
Sch 13,6520; cours médian des monnaies participant au SME 0,92913. Le
cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne jour-
nalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25% 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



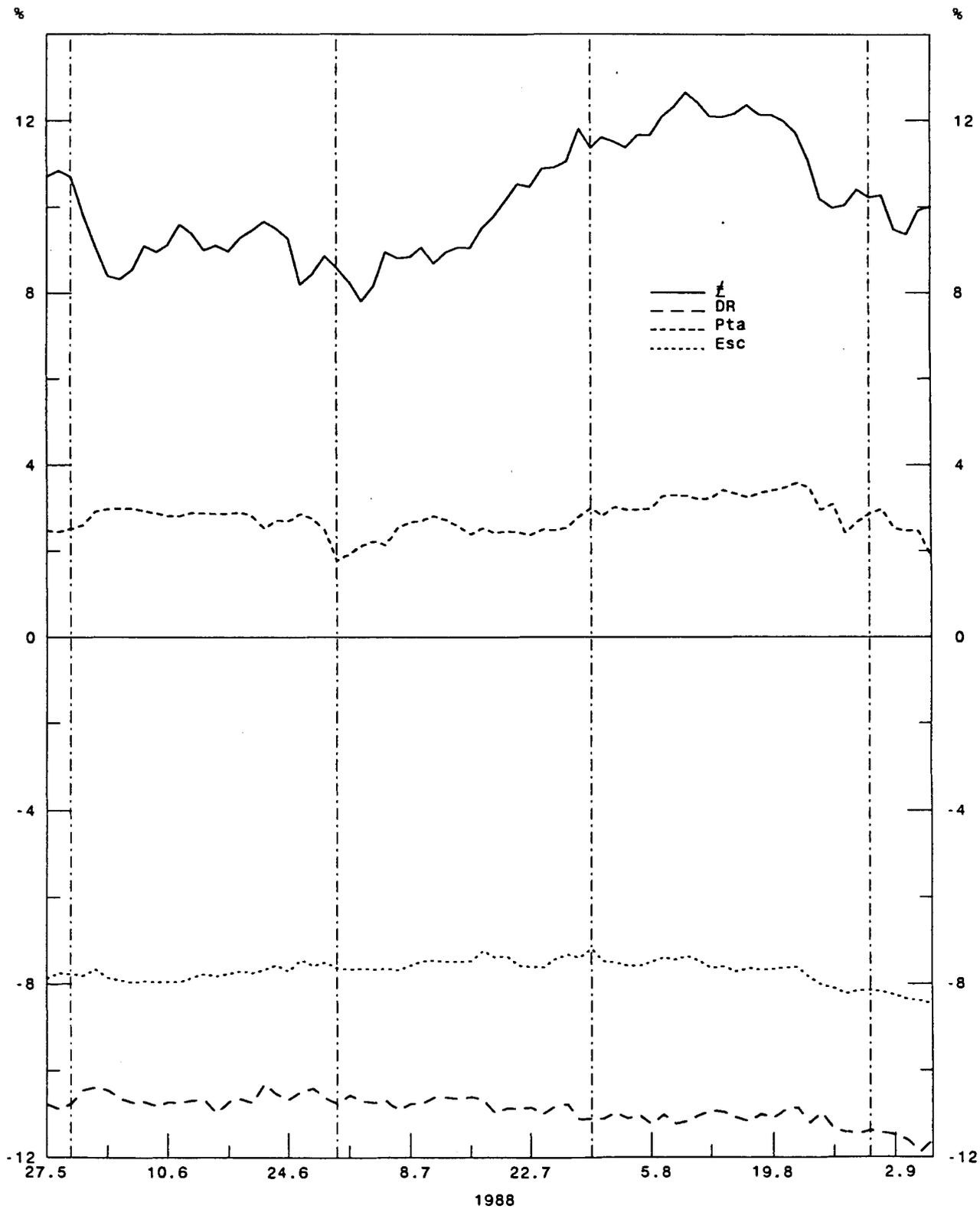
9.9.1988

EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE*



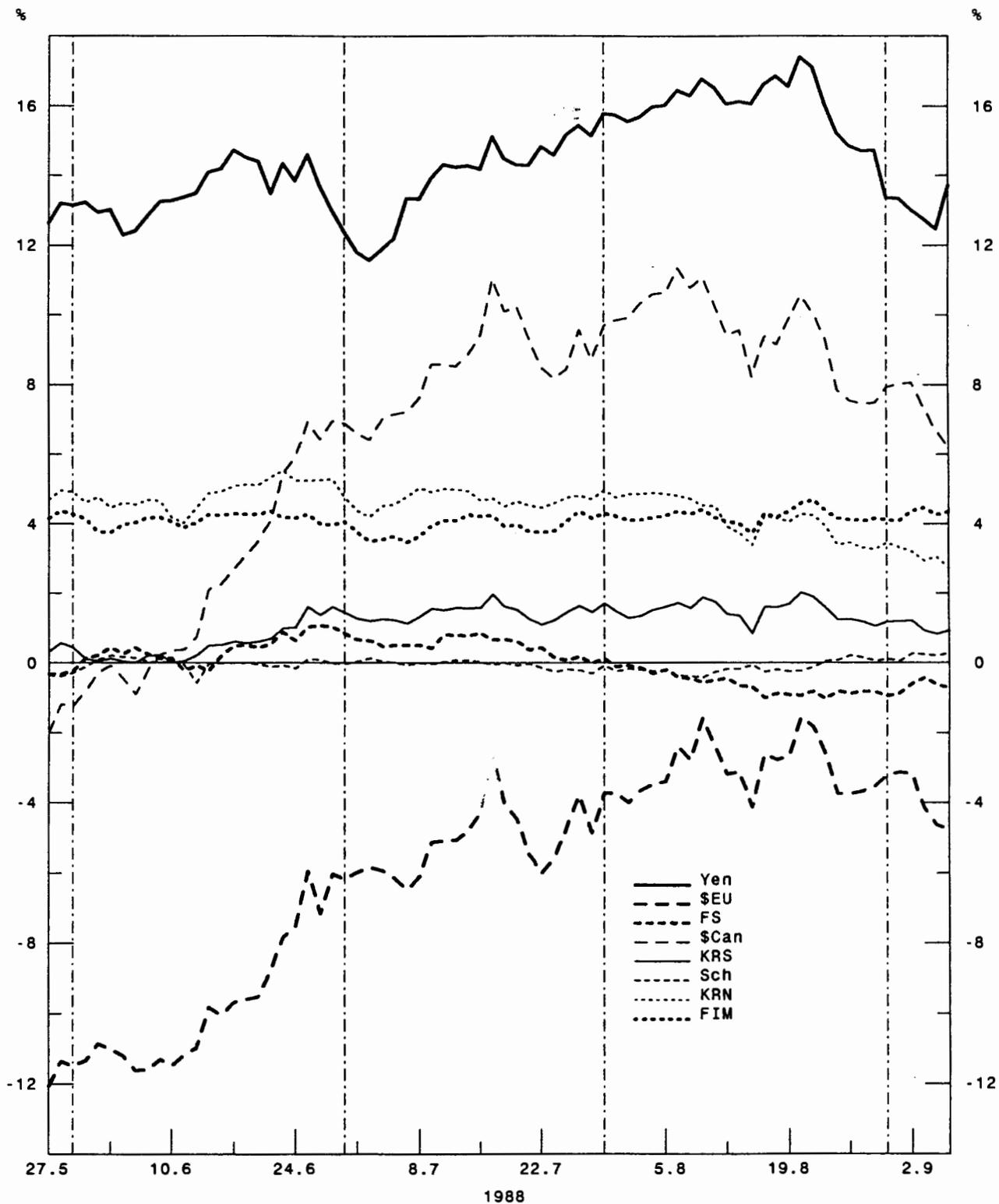
* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU 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, de la livre sterling et de la drachme grecque au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME, DE LA PESETA ET DE
L'ESCUDO PAR PAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ
RELEVES LE 31 DECEMBRE 1986*



* £ 0,724942; DR 148,526; PTA 141,151; ESC 156,382.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES HORS CEE PARTICIPANT A LA
CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ
RELEVÉS LE 31 DECEMBRE 1986*



* \$EU 1,07038; \$Can 1,47766; FS 1,73562; Yen 171,046; KRS 7,25181; KRN 7,91812;
Sch 14,6128; FIM 5,12978.

9.9.1988