

PROCES-VERBAL* DE LA 157^e SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 14 JUILLET 1981 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Bank of England et Président du Comité, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par MM. Mikkelsen et Dalgaard; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske et Kloft; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Zolotas, accompagné par MM. Chalikias et Papageorgiou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par M. Waitzenegger; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et Boot; le Directeur des Affaires monétaires à la Commission des Communautés européennes, M. Boyer de la Giroday, accompagné par MM. Kees et Louw; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assistent en outre MM. Raymond et Sangster, respectivement Président et faisant fonction de Président des groupes d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

I. Approbation du procès-verbal de la 156^e séance

Le procès-verbal de la 156^e séance, tenue le 14 juin 1981, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 8 septembre 1981, et présentant par rapport au projet quelques amendements de caractère rédactionnel.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intra-communautaire et sur l'évolution monétaire dans les pays de la CEE; Présentation par M. Sangster du rapport concernant l'évolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de juin et des premiers jours de juillet 1981; Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE; Séries statistiques mensuelles

A. Exposé de M. Sangster et adoption du rapport destiné aux Ministres des Finances de la CEE

M. Sangster résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal.

Le Président remercie M. Sangster de son exposé et constate que le rapport est adopté par le Comité.

B. Discussion du Comité

M. de la Genière souligne que les mesures de politique monétaire, prises fin juin/début juillet par la Banque de France, ne représentent que des ajustements techniques et ne comportent aucun infléchissement de la politique monétaire suivie jusqu'à présent. A la fin de l'année dernière, les coefficients de réserves obligatoires avaient été relevés sensiblement en vue d'éponger, dans une certaine mesure, l'augmentation de la liquidité bancaire consécutive à des interventions importantes à l'achat de la Banque de France sur le marché des changes. Ainsi, les réserves obligatoires avaient presque doublé, passant d'une vingtaine de milliards de francs, en moyenne mensuelle, à environ quarante milliards. A partir du mois d'avril, la situation s'est complètement renversée; les interventions à la vente sur le marché des changes et d'autres facteurs amenuisant considérablement la liquidité bancaire, la Banque de France a dû fournir des liquidités importantes aux banques pour éviter une trop forte tension des taux d'intérêt. Il a donc paru souhaitable de revenir, après les élections et la formation du nouveau gouvernement, à une situation plus normale. L'abaissement des coefficients de réserves obligatoires s'est traduit par une diminution, d'environ vingt milliards de francs, de ces réserves qui sont donc revenues à leur niveau moyen d'avant les mesures

prises à la fin de 1980. La réduction des réserves obligatoires (non rémunérées) a eu également pour effet d'alléger le compte d'exploitation des banques qui ont donc pu abaisser leur "prime rate" d'à peu près un point.

La seconde mesure de politique monétaire a porté sur la réactivation du système habituel d'approvisionnement du marché monétaire. Alors que, pendant toute la période de tensions politiques, la Banque de France n'était intervenue qu'au jour le jour, elle a repris récemment sa politique consistant à injecter des liquidités pour une plus longue période, en laissant les taux se déterminer plus librement au jour le jour. La détente qui en est résultée a été cependant limitée puisque, pour des raisons diverses tenant à la tradition du marché monétaire, le taux au jour le jour est le plus significatif. Ce dernier taux est revenu, par étapes, de 20 à 18 1/4% récemment.

Le Président remercie M. de la Genière de ses explications.

III. Suite à donner éventuellement à la session du Conseil des Ministres des Finances de la CEE du 6 juillet 1981

Le Président fait un bref compte rendu de la session susmentionnée. Comme le Conseil disposait d'un rapport écrit du Comité des Gouverneurs (et d'un rapport du Comité monétaire), le Président a renoncé à donner lecture du texte intégral de ce rapport; il s'est borné à en citer les éléments les plus importants, à savoir:

- le raffermissement du dollar EU et le nouvel élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt aux Etats-Unis et ceux de la plupart des pays de la Communauté,
- l'absence d'interventions américaines sur les marchés des changes depuis mars dernier,
- le soutien sans réserve à l'Administration américaine dans sa détermination de réduire l'inflation, en soulignant cependant les répercussions néfastes du niveau élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis et des fluctuations imprévisibles de ceux-ci, non seulement sur les pays membres de la CEE mais d'une manière plus générale, sur le monde entier;

- la reconnaissance que les tensions qui ont affecté les monnaies au sein du SME traduisent aussi les résultats insuffisants obtenus par les pays membres et la divergence de ces résultats.

Le Président indique qu'il a ajouté, en tant que résumé du rapport du Comité, une phrase disant que selon l'avis des Gouverneurs, une diplomatie discrète est susceptible d'aboutir à de meilleurs résultats qu'une démarche publique, l'accent devant être mis sur l'approche consistant à inviter les autorités américaines à tenir compte, étant donné le rôle dominant de leur monnaie sur les marchés mondiaux, des effets internationaux de leur politique.

L'orientation générale du rapport du Comité des Gouverneurs (qui, mis à part certaines nuances, était assez proche de celle du rapport du Comité monétaire), semble avoir été accueillie favorablement par le Conseil des Ministres des Finances et la discussion qui a suivi a été caractérisée par un grand réalisme. Par ailleurs, une bonne partie du rapport du Comité monétaire et des déclarations du Ministre des Finances français a été reprise dans la presse. Il est également à noter que, lors de ladite discussion, certains Ministres des Finances ont fait des remarques sur la coordination des interventions sur les marchés des changes, mais aucune suite n'a été donnée à ce problème dans les interventions des autres Ministres ni dans les conclusions de la Présidence. Les Gouverneurs des banques centrales intéressées devraient être les mieux placés pour connaître les opinions de leur Ministre respectif à ce sujet.

Le Comité n'a aucune remarque à formuler au sujet du compte rendu donné par le Président.

IV. Examen du rapport spécial établi par le groupe d'experts présidé par M. Raymond sur les politiques d'endettement extérieur des pays de la CEE

A. Exposé de M. Raymond

M. Raymond indique que le rapport, qu'il a l'honneur de présenter au Comité, est un rapport spécial qui s'ajoute à la série habituelle des rapports semestriels du groupe. Il rappelle au Comité que le groupe

présentera, vraisemblablement dans les deux derniers mois de l'année, deux autres rapports: le rapport semestriel couvrant l'évolution courante des politiques monétaires dans la Communauté et, à la suite de la demande formulée par les Gouverneurs en mai, un rapport spécial sur le financement par la banque centrale des déficits budgétaires.

L'objet du présent rapport, à savoir la politique officielle d'endettement extérieur, est un sujet difficile à délimiter de façon précise et ne peut être traité sans faire référence au financement, d'une manière plus générale, des déficits des balances de paiements. Cela ne veut pas dire, toutefois, que tous les aspects du financement des déficits de balance des paiements aient été traités.

Les principales constatations formulées par le groupe peuvent être résumées comme suit. D'abord, le concept de politique d'endettement, apparu après le premier choc pétrolier, s'est surtout développé après le second qui, à cause de ses caractéristiques particulières (exposées en détails dans le rapport), pose aux pays de la Communauté des problèmes plus sérieux que le premier. Dans ces conditions, il est très difficile aux pays importateurs nets de pétrole d'envisager un redressement de leur balance des paiements courants dans un avenir précis et proche. Les pays européens peuvent d'autant moins envisager un ajustement rapide de leurs paiements courants qu'ils sont actuellement dans une situation de chômage élevé et une déflation de leurs économies dans les proportions nécessaires à un retour immédiat à l'équilibre serait socialement et politiquement insupportable. D'autre part, les réserves de change des pays européens ne sont pas à la mesure de l'ampleur du déficit à financer et, de toute façon, le souci de ne pas trop déprimer l'économie interne conduirait les banques centrales à compenser l'effet restrictif des interventions sur la liquidité de l'économie par des mesures de financement interne, de sorte que l'effet rééquilibrant des interventions serait partiellement effacé. Dans ces conditions, le recours à l'endettement extérieur pour une phase transitoire est tout à fait normal et répond également à une certaine morale internationale. En effet, si l'on admet que les pays exportateurs de pétrole conserveront autant qu'ils le pourront, pendant plusieurs années, une position excédentaire, l'Europe ne peut pas rejeter la contrepartie de ces excédents sur les pays en voie de développement.

L'emprunt extérieur contracté par les pays de la CEE se révèle, en fait, aisé jusqu'à présent et, dans l'esprit du groupe, cette considération rend par ailleurs peu urgent, pour l'instant, un recours à une procédure d'emprunt communautaire, encore qu'une telle procédure soit appelée à présenter beaucoup d'intérêt à l'avenir à mesure que la position emprunteuse des pays européens se développera. Les politiques d'endettement extérieur comportent cependant certains risques et inconvénients. Un recours trop large à l'emprunt à l'étranger conduit à long terme à reporter la charge de l'ajustement des balances des paiements sur les générations futures. A court terme, la politique d'endettement extérieur comporte des risques pour les disciplines monétaires (cf. ci-après). Au surplus, dans la mesure où le recours à l'endettement extérieur vise à financer des achats d'énergie de volumes inchangés, il serait un facteur permissif d'inflation et empêcherait tout effet restrictif sur les quantités.

Aussi la politique d'endettement extérieur doit-elle répondre à une sorte de code de bonne conduite. En premier lieu, il a semblé au groupe que l'emprunt, surtout s'il est en devises étrangères, ne doit compenser au maximum que l'accroissement annuel de la facture pétrolière et non, par exemple, un déficit courant dû à un manque de compétitivité de l'économie dans son ensemble. Deuxièmement, l'endettement extérieur ne doit pas servir d'alibi pour renoncer à une politique d'ajustement. Cette politique qui, ainsi qu'il a été mentionné ci-dessus, ne peut être qu'à long terme, doit tendre à accroître le volume des exportations, à améliorer les termes de l'échange et à réaliser des économies d'énergie. En outre, il n'est pas anormal que les pays européens, étant donné leur richesse, recourent à l'endettement extérieur pour financer des prêts à long terme au reste du monde et spécialement aux pays moins riches. En revanche, il a été constaté que certains pays de la Communauté européenne avaient prélevé des capitaux sur les marchés d'autres pays communautaires, (notamment l'Allemagne) eux-mêmes soumis à un déficit extérieur. Ces flux intracommunautaires, qu'il est cependant très difficile d'évaluer, ne faisaient pas l'objet d'une concertation.

L'évolution économique a fait que le déficit extérieur a coïncidé avec d'amples déficits budgétaires dans la plupart des pays de la Communauté européenne; il est donc fréquent que l'Etat combine le financement du secteur public et le soutien de la balance des paiements.

Certains pays, par exemple l'Irlande, ont recouru à l'endettement extérieur pour financer leur déficit budgétaire en plus de leur déficit courant. Dans d'autres pays, l'Etat a procédé lui-même ou a fait procéder par des entreprises publiques, en leur accordant sa garantie, à des emprunts extérieurs pour financer le déficit courant, bien que leur déficit budgétaire ait été moindre; tel a été le cas en France.

Dans l'exercice de la politique d'endettement, les autorités nationales doivent choisir entre l'emprunt en monnaie nationale et l'emprunt en monnaie étrangère. L'emprunt en monnaie nationale trouve son expression la plus pure aux Pays-Bas, où l'Etat finance son déficit budgétaire exclusivement sur le marché intérieur. Dans ce cas, le taux d'intérêt joue pleinement son rôle de mécanisme d'ajustement. Un cas tout proche est celui de la République fédérale d'Allemagne, où, cependant, à partir de 1980 surtout, l'Etat a emprunté, à titre complémentaire, en monnaie nationale à l'étranger, grâce à l'existence d'un euro-marché actif du DM. On peut supposer que la présence de l'Etat sur l'euro-marché permet de recueillir des capitaux à des taux d'intérêt légèrement plus bas que si l'Etat n'intervenait pas du tout ou si seuls des organismes privés empruntaient sur l'euro-marché.

Dans tous les autres pays, l'endettement extérieur se fait, pour l'essentiel, en monnaies étrangères. La conversion en monnaie nationale du produit de ces emprunts est de nature à affaiblir les taux d'intérêt internes ou à éviter qu'ils ne montent. C'est dans ce dernier cas surtout qu'on peut s'interroger sur les risques des politiques d'endettement extérieur pour la régulation monétaire. Un seul pays, le Danemark, a complètement dissocié les deux types de politique mais dans les autres pays, les politiques d'endettement extérieur conduites ces dernières années, ne semblent pas en général avoir compromis les objectifs de politique monétaire. Les critiques qu'on veut éventuellement adresser à telle ou telle politique monétaire devraient porter sur son orientation générale, mais pas spécialement sur le recours à l'endettement extérieur.

On peut donc conclure que jusqu'à présent les politiques d'endettement extérieur n'ont pas suscité de difficultés majeures au sein de la Communauté. Néanmoins, elles présentent certains risques, le principal étant la tentation de recourir à l'endettement extérieur pour

relâcher à l'excès les politiques monétaires. Comme à la différence d'un tirage sur le FMI ou d'un emprunt communautaire, les emprunts contractés sur les marchés extérieurs ne sont soumis à aucune conditionnalité, il y a donc lieu de respecter un code de bonne conduite, dont les éléments sont retracés ci-dessus. Il semble donc que le Comité des Gouverneurs pourrait souhaiter suivre régulièrement l'évolution de l'endettement extérieur des pays membres et, s'il en est ainsi, le groupe pourrait introduire un paragraphe sur ce sujet dans les rapports semestriels sur les politiques monétaires courantes.

B. Discussions du Comité

Le Président se fait l'interprète du Comité pour féliciter M. Raymond et son groupe de ce document fort intéressant et très approfondi.

M. Lamfalussy se réfère à la constatation faite à la page 4 du rapport (version française), selon laquelle "dans les circonstances actuelles, les fonds nécessaires doivent être empruntés par les pays de la CEE, tant et si bien que certains d'entre eux sont amenés à jouer un rôle d'intermédiaire financier essentiellement entre les pays producteurs de pétrole et les pays en voie de développement." Cette constatation, qui est parfaitement juste, mériterait d'être prise comme point de départ pour des réflexions complémentaires. Une vue globale de l'intermédiation financière pratiquée par les pays européens entre l'OPEP, d'un côté, et les pays en voie de développement non pétroliers, de l'autre, amène à penser que nos pays ont rempli une sorte de fonction d'utilité publique internationale, en l'absence de laquelle les pays en voie de développement auraient peut-être eu du mal à trouver les ressources nécessaires pour le financement de leur déficit et sans laquelle l'économie mondiale, dans son ensemble, aurait peut-être souffert. Mais il y a le revers de la médaille: en mettant à la disposition des pays de l'OPEP des actifs financiers plus sûrs et attrayants, on les incite précisément à ne pas rechercher des méthodes de financement directes en faveur des pays en voie de développement. Si l'on part de l'hypothèse que nos pays sont amenés à jouer ce rôle d'intermédiaires financiers (ce qui semble être une conclusion inévitable), il faudrait examiner également quel est le type d'emprunt le meilleur ou le moins mauvais qui devrait être fait

auprès des pays de l'OPEP. En effet, les statistiques établies par la Banque des Règlements Internationaux sur les euro-monnaies font ressortir que les pays de l'OPEP, en fait, effectuent relativement peu de dépôts en devises étrangères dans le système bancaire des pays occidentaux et en particulier, dans le système bancaire des pays de la CEE. De la sorte, ces banques ont été souvent amenées à octroyer les crédits à l'étranger, notamment aux pays en voie de développement, dans leur propre monnaie. Sous l'angle de l'équilibre et de la sécurité du système bancaire, c'est peut-être une meilleure solution que d'attirer des fonds en devises étrangères et de reprêter en devises étrangères. M. Lamfalussy suggère donc à M. Raymond de développer dans une annexe ou dans une ligne de recherche complémentaire les questions évoquées ci-dessus.

Le Président pense que certains thèmes traités dans le rapport sont très intéressants. Par exemple, au chapitre I (milieu de la page 5) il est dit que "les emprunts à l'étranger ne sont pas indiqués pour couvrir les sorties de capitaux résultant d'écart de taux d'intérêt défavorables et d'anticipations de cours de change liées à la situation économique fondamentale." Cette constatation rejoint certainement tout à fait celle qui figure dans le rapport du Comité sur les taux d'intérêt américains; le chapitre II met en relief le fait que, dans le cas de l'endettement en monnaie nationale, les taux restent soumis à l'offre et à la demande tandis que "l'endettement officiel en monnaie étrangère permet de pratiquer des taux d'intérêt internes plus faibles que ce ne serait le cas si le pays assumait des engagements libellés dans sa propre monnaie." Au sujet de l'inter-action traitée dans le chapitre III entre les emprunts officiels, d'une part, et les politiques monétaires, d'autre part, il est intéressant de noter que cette technique n'a pas entraîné de conflits substantiels, grâce peut-être également à la participation de la banque centrale aux décisions concernant les emprunts à l'étranger. Enfin, le chapitre IV traite de l'influence des emprunts officiels à l'étranger sur les relations intracommunautaires et le Système monétaire européen.

M. Gleske fait remarquer que, dans un pays comme l'Allemagne où les flux de capitaux avec l'étranger sont libres, le recours à l'endettement extérieur ne permet pas de maintenir les taux d'intérêt à un niveau plus faible. En effet, un niveau trop bas par rapport à l'étranger susciterait des sorties de capitaux propres à renverser toute

tendance à la baisse des taux d'intérêt. Aussi le gouvernement allemand s'est-il endetté en 1980 à l'étranger pour un montant de 24 milliards de deutsche marks, soit près des 2/3 du déficit de la balance des paiements courants, mais malgré cette ampleur, ces emprunts n'ont pas empêché une hausse des taux allemands dans le compartiment à long terme du marché.

M. de la Genière indique que, dans le cas de la France, l'endettement extérieur s'effectue en devises, à défaut d'un marché de l'euro-franc développé. Les deux principaux critères régissant la politique d'endettement à l'extérieur à long terme sont, d'abord, le déficit de la balance des paiements courants (lorsqu'il existe) et, deuxièmement, le besoin de financement des entreprises; en effet, pour des raisons essentiellement politiques, l'Etat français évite, si possible, d'emprunter à l'extérieur et laisse plutôt ce soin aux entreprises du secteur productif ou aux banques, qu'elles soient nationalisées ou privées. Les emprunts extérieurs ont été relativement limités jusqu'au premier choc pétrolier: en l'absence d'un déficit de la balance des paiements courants, le seul critère d'emprunt était, à ce moment-là, les besoins de financement très importants des grandes entreprises françaises et le choix du lieu d'emprunt (marché financier français ou marché financier international) dépendait très largement des relations de taux d'intérêt qui prévalaient au moment de la décision d'emprunter. Après les premier et second chocs pétroliers, les emprunts à l'extérieur se sont fortement développés, en relation avec la nécessité de financer le déficit élevé de la balance des paiements courants. En 1980, l'ordre de grandeur du déficit courant et celui des emprunts à long terme du secteur productif ont été à peu près équivalents, mais la situation ne peut pas être considérée comme satisfaisante si on lie les emprunts à l'octroi, par la France, de prêts à moyen ou à long terme à l'étranger. En procédant ainsi (ce qui peut être contestable), on constate en définitive que la totalité du déficit courant n'a été financée que par des afflux de capitaux à court terme. Une augmentation des emprunts français à l'extérieur est donc souhaitable et devrait intervenir en 1981.

M. de Strycker remercie tout d'abord M. Raymond et son groupe pour leur rapport extrêmement intéressant sur une question qui a pris de plus en plus d'ampleur ces derniers temps et mérite incontestablement l'attention du Comité. Il se réjouit de la suggestion faite par M. Raymond de continuer à suivre cette question lors des tours d'horizon semestriels de la politique

monétaire et, à cette fin, il serait souhaitable que les statistiques jointes au présent rapport puissent être tenues à jour. La Belgique est l'un des pays qui ont le plus recours à l'emprunt extérieur, essentiellement pour financer la part du déficit public qui ne peut pas être couverte sur le marché interne; dans le même temps, ces emprunts ont permis de financer une bonne partie du déficit de la balance des paiements courants. Il est regrettable que la Belgique ait été et soit encore contrainte de recourir, d'une façon aussi ample et systématique, à l'emprunt extérieur, mais comme le souligne le rapport, le redressement indispensable des finances publiques et de la balance des paiements prendra un certain temps.

En ce qui concerne la question de savoir si l'emprunt extérieur peut affaiblir la politique des taux d'intérêt et, par conséquent entamer la rigueur de la politique monétaire, il est à noter qu'en Belgique les taux d'intérêt ont été, au cours des dernières années, particulièrement élevés, notamment par rapport au taux d'inflation, au point que les taux réels sont actuellement parmi les plus élevés du monde et largement suffisants pour éponger toute épargne intérieure disponible. D'autre part, une hausse encore plus sensible n'aurait engendré que des afflux supplémentaires de capitaux à court terme. Le niveau actuel des taux d'intérêt belges s'est déjà traduit par de très importants afflux de capitaux à court terme; dans la mesure où ceux-ci ont contribué à financer le déficit public, ce financement s'est avéré extrêmement incertain et fragile, car des écarts de taux d'intérêt peuvent aisément entraîner un renversement des flux de capitaux à court terme. Une hausse encore plus forte des taux d'intérêt internes n'est donc pas nécessairement de nature à permettre un financement intérieur plus important du déficit des finances publiques; la hausse des taux d'intérêt semble plutôt comporter une certaine limite, au delà de laquelle des effets pervers du type de ceux qu'on a constatés en Belgique peuvent se produire.

M. Ciampi exprime son appréciation sur le travail intéressant effectué par le groupe. En ce qui concerne la position italienne, il indique que le déficit élevé de la balance des paiements courants sera couvert en partie par des prélèvements sur les réserves et en partie par l'endettement extérieur. En ce qui concerne les formes de cet endettement, les emprunts par le secteur public semblent préférables, dans les circonstances actuelles, à des importations de capitaux à court terme par l'intermédiaire du secteur bancaire. Cette dernière approche a été suivie en 1980 mais, à partir de janvier 1981, les autorités nationales ont pris certaines mesures de nature à décourager ce type de financement, en limitant

dans une certaine mesure le financement des importations. Dans l'année en cours, l'Italie sera donc plus présente qu'en 1980 sur les marchés internationaux à moyen et long terme, les mouvements de capitaux qui servent essentiellement à financer des investissements des organismes publics étant ainsi moins volatiles et plus faciles à contrôler par les autorités monétaires. En cas de besoin, le produit en liras de ces emprunts peut être stérilisé auprès de l'institut d'émission. En ce qui concerne les autres parties du rapport, il semble qu'une coordination rigoureuse des politiques d'endettement extérieur au sein de la Communauté ne s'impose pas, à condition que, dans chaque pays, la politique d'endettement extérieur soit compatible avec la politique monétaire. Ainsi, la coordination des objectifs de politique monétaire dans le cadre communautaire impliquerait automatiquement la coordination des politiques d'endettement extérieur. Compte tenu des relations entre ces politiques et les taux de change, il paraît cependant souhaitable de suivre de près l'évolution en matière d'emprunts à l'extérieur et les répercussions de ces opérations sur les autres politiques.

M. Zijlstra estime que les emprunts extérieurs comportent un risque politique, en ce sens que la découverte, par les hommes politiques, d'un réservoir de fonds s'ajoutant aux ressources normales (recettes fiscales et épargne interne) dans lequel on peut puiser à volonté est de nature à affaiblir la résistance à l'égard d'un accroissement encore plus substantiel du déficit des finances publiques. Pour cette raison, les Pays-Bas préfèrent éviter cette approche, dans la mesure du possible. En outre, les emprunts extérieurs, d'une part, coûteraient plus cher que ceux qui seraient lancés sur le marché interne (dont le rendement s'élève actuellement à 11 1/2% environ); d'autre part, ils ne permettraient pas d'abaisser les taux d'intérêt internes. En effet, l'annonce par le gouvernement néerlandais d'opérations d'emprunt extérieur aurait des répercussions néfastes sur la confiance dans l'économie néerlandaise, de sorte que les flux spontanés, qui portent actuellement sur quelques milliards de florins par an, se tariraient immédiatement. Le recours à des emprunts officiels à l'étranger se traduirait donc plutôt par un alourdissement que par un allègement de la charge d'intérêt.

Après avoir félicité M. Raymond et son groupe pour leur précieux rapport, M. Zolotas fait remarquer que la situation actuelle est particulièrement compliquée par l'interaction de plusieurs facteurs défavorables: la hausse des prix du pétrole, qui est à l'origine des excédents des pays

de l'OPEP, le niveau très élevé des taux d'intérêt américains et, partant, l'appréciation du dollar EU, ainsi que l'ampleur des déficits budgétaires. Ces facteurs entraînent un alourdissement des déficits de la balance des paiements courants, non seulement des pays industrialisés, mais aussi des pays du tiers monde. D'autre part, le recours aux emprunts officiels à l'étranger ne représente pas une solution à ce problème, et risque même de déclencher un cercle vicieux. Il faut donc réfléchir aux possibilités d'opérer une politique d'ajustement, tout en étant conscients des effets qu'une politique d'ajustement des pays industrialisés peut exercer sur les pays du tiers monde. Le premier volet concernerait les excédents des pays de l'OPEP. La situation actuelle, caractérisée par une certaine tendance à la baisse du prix du pétrole, se prête peut-être à une tentative d'accord, avec les pays producteurs de pétrole, en vue d'éviter d'autres chocs pétroliers. En outre, les problèmes posés par la hausse des taux d'intérêt américains et l'appréciation du dollar EU appellent une solution de même que ceux que soulèvent les déficits budgétaires, dont la réduction est des plus souhaitables. A la lumière de ces considérations, il serait utile que le groupe Raymond développe davantage les différentes options de politiques d'ajustement.

En ce qui concerne la politique poursuivie par la Grèce pour faire face à ses difficultés de balance des paiements courants, M. Zolotas indique que le déficit courant de son pays est passé de 950 millions de dollars en 1978 à 2,2 milliards en 1980 et, qu'il pourrait atteindre, selon les estimations actuelles, 2,5 milliards en 1981. Cette détérioration est due entièrement au renchérissement du pétrole; en effet, la valeur des importations pétrolières s'est accrue de 950 millions en 1978 à 2,6 milliards en 1980 et devrait s'élever à 3,2 milliards de dollars EU en 1981. Abstraction faite des importations de pétrole, le compte courant de la Grèce s'est donc amélioré d'environ un milliard de dollars EU entre 1978 et 1981 et ce malgré un environnement mondial défavorable et un accroissement de 200 à 250 millions de dollars du service de la dette, dû à la hausse des taux d'intérêt mondiaux. Cet ajustement s'est fait cependant au détriment de la croissance réelle de l'économie, mais il est évident que le processus d'ajustement doit se poursuivre, étant donné que le déficit en compte courant reste élevé, même compte tenu

de la situation particulière de la Grèce. En effet, ce déficit est, couvert dans une large mesure par des entrées de devises provenant de Grecs résidant à l'étranger. Plus des 4/5 du déficit en compte courant étaient financés de cette manière avant la crise de 1978 et ces deux dernières années, ce taux de couverture du déficit en compte courant est même resté de l'ordre de 75%.

M. Hoffmeyer félicite les auteurs du rapport de leur travail de haute qualité. Il ressort de l'expérience danoise que dans le cas d'un endettement officiel à l'étranger les taux d'intérêt à long terme sont plus faibles que si l'on ne recourait pas à cette formule, quelle que soit la monnaie empruntée. Pendant longtemps, les autorités danoises ont privilégié les "mouvements spontanés", c'est-à-dire les importations de capitaux orientées aux données du marché. Ce mode de financement n'a en général pas soulevé de problèmes, des crédits étant offerts généreusement aux entreprises danoises par des banques étrangères mais cette solution est apparue trop facile de sorte qu'on a estimé plus opportun que le gouvernement prenne ses responsabilités et emprunte à l'étranger les fonds nécessaires au financement du déficit de la balance des paiements courants. Toutefois, en vue d'éviter que la mobilisation de fonds à l'étranger par le gouvernement ne provoque un assouplissement de la politique budgétaire, il a été convenu de stériliser ces fonds auprès de la banque centrale.

En ce qui concerne le risque de change encouru en matière d'endettement extérieur, M. Hoffmeyer fait remarquer qu'il faudrait considérer non seulement la position du débiteur, mais aussi celle du créancier. Emprunter en sa propre monnaie fait supporter le risque de change aux créanciers qui, à leur tour, cherchent à se débarrasser de ces actifs si le risque de change leur paraît devenir excessif. Le Danemark a fait à cet égard une certaine expérience qui tendrait à prouver que l'endettement extérieur en monnaie nationale comporte des risques de stabilité.

M. Murray s'interroge sur la signification et la portée des idées développées dans l'avant-dernier paragraphe de la page 12 du rapport (version française), où il est dit qu'il "pourrait se révéler utile, vu l'importance et la persistance des besoins extérieurs de

financement des déficits des pays de la CEE, de mieux coordonner les emprunts à l'étranger de ces pays." Cette idée nécessite des explications sur l'objet de cette meilleure coordination. En effet, la phrase suivante ("renforcer l'efficacité de la politique globale d'endettement extérieur") suggère que les auteurs du rapport ont pensé aux aspects opérationnels des emprunts, mais une coordination à cet égard ne semble pas indispensable, car les pays membres sont à même de choisir les formes et les sources appropriées de leurs emprunts. Si l'on pense aux politiques d'emprunt extérieur elles-mêmes (auxquelles fait allusion la phrase précédente qui dit que "la subordination à une politique commune d'emprunt risque de réduire l'autonomie nationale"), il est à noter que les besoins d'emprunt sont, dans une certaine mesure, l'aboutissement des politiques budgétaires, monétaires et des revenus, politiques dont la coordination au sein de la Communauté est encore insuffisante. On peut donc se demander si l'idée d'une meilleure coordination des politiques d'endettement extérieur, ou en d'autres termes, des moyens destinés à couvrir le déficit de la balance des paiements courants - déficit que les autres politiques n'ont pu ajuster - ne vise pas, sous une autre appellation, une meilleure convergence des politiques économiques. Dans l'affirmative, on pourrait douter que cette approche conduise à plus de succès que les recommandations précédentes concernant la convergence.

Approfondir les idées présentées dans ledit paragraphe est d'autant plus nécessaire que ce rapport sera éventuellement diffusé aux membres du Comité monétaire, et, par précaution, il serait donc souhaitable que chaque banque centrale ait la possibilité d'apporter des précisions au texte concerné. Ce souhait ne traduit cependant pas un désaccord sur l'idée de procéder à un examen périodique, au sein du Comité des Gouverneurs, "des implications des politiques actuelles d'endettement extérieur pour le fonctionnement du SME et la politique monétaire interne."

Le Président indique que l'intervention de M. Murray a soulevé la question du statut du rapport spécial du groupe d'experts; il faut décider si ce rapport, comme les autres rapports du groupe, devrait être remis au Comité monétaire. Le fait que ce dernier a connaissance des études menées par le groupe, la valeur du rapport et l'intérêt des Gouverneurs à ce sujet, que devraient également partager les membres du Comité monétaire, militent en faveur de la transmission du rapport au Comité monétaire. Comme d'habitude, les banques centrales auraient encore la

possibilité de présenter des remarques sur tel ou tel passage du texte, comme par exemple, celui qu'a mentionné M. Murray. A cet égard, il est à noter que les Gouverneurs ne peuvent évidemment pas coordonner les politiques d'endettement extérieur en tant que telles, mais il serait néanmoins utile de procéder périodiquement à des échanges d'informations et de points de vue sur l'évolution actuelle et future en la matière. D'où la question de savoir si le Comité est d'accord sur cette idée.

M. Jaans admet que le rapport est excellent, mais la discussion a montré que les Gouverneurs ont tout de même exprimé des nuances appréciables quant au principe et aux techniques de l'endettement extérieur. Le rapport est également un peu trop rassurant en ce sens qu'il semble sous-estimer les risques des politiques actuelles; par conséquent, s'il était transmis dans sa version actuelle aux membres du Comité monétaire, les représentants du Trésor ne pourraient qu'y trouver une confirmation de leurs vues.

Le Président indique que le Comité doit choisir entre deux formules: soit expurger le rapport par procédure écrite, soit examiner lors de la prochaine séance du Comité une version révisée à partir des remarques que les banques centrales auraient l'occasion de présenter d'ici fin juillet. A titre personnel, le Président est favorable à la seconde formule, plus prudente.

M. Murray fait remarquer que, pour ce qui est de sa remarque sur l'avant-dernier paragraphe de la page 12, on pourrait laisser le soin au Secrétariat de réviser le texte, afin d'éviter que les banques centrales ne fassent des propositions d'amendement opposées ce qui placerait le Secrétariat devant des choix difficiles.

M. Zolotas souhaiterait que, lors de la révision du rapport, le problème de l'ajustement soit développé davantage, car cette question n'est pas traitée de manière approfondie dans le présent rapport.

Le Président n'estime pas possible d'introduire après coup des questions de fond telle que le problème de l'ajustement qui, bien entendu, pourrait être traité séparément en une autre occasion.

Se référant à la remarque faite par M. Zijlstra au sujet des répercussions d'un accès trop facile aux marchés extérieurs sur la propension à dépenser des pouvoirs publics, M. Gleske fait remarquer que le Ministre des Finances allemand a dû constater que l'endettement extérieur coûte

tout de même cher; en effet, à la différence des intérêts payés sur la dette interne de l'Etat, ceux de la dette extérieure ne sont pas imposables de sorte que le recours aux emprunts externes entraîne des moins-values fiscales.

M. Boyer de la Giroday présente les excuses de MM. Ortolli et Padoa-Schioppa que les préparatifs du Sommet d'Ottawa ont empêchés d'assister à la présente séance. Au sujet du rapport du groupe d'experts, il constate notamment que ce rapport adopte quant à la durée et l'intensité de la crise pétrolière, un point de vue plus pessimiste que d'autres publications; or, la réalisation d'économies d'énergie dans le processus de production, les découvertes de nouvelles sources de pétrole ailleurs qu'au Moyen-Orient et l'attitude de l'Arabie Saoudite à l'égard de la production de pétrole amènent à considérer, à l'heure actuelle, le problème pétrolier avec un peu moins de pessimisme qu'au moment du second choc pétrolier.

Le Président clôture la discussion en exprimant à M. Raymond et à son groupe la reconnaissance des Gouverneurs et des Suppléants pour leur intéressant rapport. Il constate que le Comité est d'accord pour:

- que le rapport soit légèrement modifié pour tenir compte, d'une part, des remarques faites en séance et, d'autre part, des amendements que les banques centrales souhaiteront apporter au texte actuel. Ces amendements devraient être adressés d'ici fin juillet au Président du groupe et au Secrétariat; ce dernier établira une version révisée du rapport qui pourrait être approuvée lors de la prochaine séance du Comité en septembre et transmise immédiatement après au Comité monétaire;
- que le groupe continue de suivre de près, dans ses rapports semestriels, l'évolution en matière d'endettement extérieur; dans ce contexte, il pourrait également reprendre l'observation faite par M. Lamfalussy sur le rôle joué par les pays de la CEE en tant qu'intermédiaires financiers en faveur d'autres pays.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Le Président informe le Comité que, lors du déjeuner précédant la dernière session du Conseil des Ministres des Finances, ces derniers

sont convenus d'une réunion informelle qui devrait avoir lieu les 30 et 31 octobre 1981 à Londres. Dans ce contexte, la question a été posée de la participation éventuelle des Gouverneurs de banques centrales, question qui dépend évidemment de la composition de l'ordre du jour de cette réunion informelle. Le Président estime que, dans le cas d'une participation des Gouverneurs, on pourrait profiter de l'occasion pour tenir une séance du Comité des Gouverneurs en marge de la réunion informelle des Ministres.

Après des interventions de MM. Pöhl, Ciampi et Murray, les Gouverneurs se proposent de revenir sur cette question lorsque l'ordre du jour de ladite réunion informelle sera connu.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 8 septembre 1981, à partir de 10 heures.

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

JUIN 1981

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation* ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de juin 1981 et les premiers jours de juillet 1981.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Les marchés des changes ont été caractérisés en juin par un nouveau raffermissement du dollar EU et une évolution irrégulière des monnaies de la CEE.

Le raffermissement du dollar EU est intervenu dans le cadre de fluctuations très prononcées. Une fois de plus, de vives poussées de hausse ont été suivies de reculs tout aussi marqués. Il a atteint son niveau le plus élevé vers la fin de la première semaine de juin. Malgré un léger fléchissement ultérieur, les cours du dollar EU par rapport aux monnaies du SME se situaient encore à la fin du mois à 3,6% en moyenne au-dessus des niveaux de fin mai.

La poursuite de l'appréciation du dollar EU semble être due en premier lieu au maintien de la politique monétaire restrictive du Système de Réserve fédérale, assortie de taux d'intérêt élevés. En dépit d'un ralentissement de la croissance économique et du fléchissement du

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

rythme de progression annuel des prix à la consommation au-dessous de 10% en mai, la banque centrale américaine a maintenu le resserrement monétaire. L'évolution des taux d'intérêt a donc subi des oscillations considérables au cours du mois, qui ont engendré les fluctuations prononcées du cours du dollar EU mentionnées précédemment.

Au sein du mécanisme de change du SME, de profondes variations de cours se sont produites pour certaines monnaies. La bande de fluctuation entre la monnaie la plus forte (DM) et la plus faible (franc belge) était de 1,70% au début du mois. Elle s'est ensuite élargie, pour atteindre sa largeur maximum (2,25%) dans les derniers jours de juin.

Le franc belge s'est nettement déprécié. Le 26 juin, puis de nouveau le 30 juin, il a atteint son niveau d'intervention inférieur par rapport au deutsche mark et a dû être soutenu à Bruxelles par des ventes obligatoires de DM. Les interventions intra-marginales opérées précédemment n'avaient pas permis d'empêcher le recul du cours. Outre les facteurs qui depuis plusieurs mois pèsent sur le franc belge (recul de la production industrielle, chômage élevé, balance commerciale déficitaire), sa cotation s'est trouvée de plus en plus affectée par le débat sur le déficit des finances publiques.

Le franc français est parvenu, dans un premier temps, à se raffermir nettement. Alors qu'il se situait encore, fin mai, à environ 1% au-dessous de la monnaie la plus forte à ce moment-là au sein du SME (DM), il s'est apprécié pendant les premiers jours de juin au point de rejoindre momentanément la deuxième place dans la grille des parités. Par la suite, et surtout après la formation du nouveau gouvernement en France, il a de nouveau été soumis à quelques pressions et était revenu à la fin de juin au même niveau qu'à la fin de mai dans la grille du SME.

Le deutsche mark s'est apprécié contre la quasi-totalité des monnaies du SME; sa montée dans la grille du SME est intervenue parallèlement à un affaiblissement d'environ 2,9% par rapport au dollar EU, ce qui est nettement inférieur cependant au recul enregistré par les autres monnaies du SME (3,5% en moyenne). Cette différence d'évolution est due en partie à la dépréciation de quelques monnaies du SME, en particulier de la livre et du franc belge. Il n'est pas exclu qu'elle soit due aussi à une cause autonome, c'est-à-dire qu'elle pourrait

correspondre dans une certaine mesure à une réappréciation de la situation en Allemagne, à la suite de l'amélioration sensible de la balance des paiements courants de l'Allemagne fédérale au mois d'avril.

En dépit de certaines fluctuations, la lire italienne a maintenu sa position dans la bande du SME. Après s'être hissée au sommet de la bande, elle a subi ensuite un certain affaiblissement vers le milieu du mois, puis s'est redressée pour revenir à son point de départ. Si l'on prend en compte l'indicateur de divergence, on constate même que la lire s'est raffermie.

Le florin néerlandais a maintenu tout au long du mois sa position dans la moitié supérieure de la bande du SME et la couronne danoise est restée aux environs du milieu de la bande.

De même, la position de la livre irlandaise ne s'est, tout compte fait, guère modifiée dans la bande du SME. Elle s'est maintenue dans le tiers inférieur de la bande, le montant des interventions nécessaires pour garder cette position ayant été à peu près du même ordre qu'au cours du mois précédent.

Parmi les monnaies qui participent à la concertation, c'est la livre sterling qui a enregistré la variation la plus marquée. Par rapport au dollar EU, son cours s'est affaibli d'environ 6,4%, tandis que les monnaies du SME n'ont connu qu'un recul de 3,1% en moyenne par rapport à la monnaie américaine. Les raisons de cet affaiblissement sont principalement la diminution du prix du pétrole, le niveau relativement bas des taux d'intérêt et l'absence de perspective d'une reprise économique.

Le yen japonais s'est affaibli d'environ 1% par rapport au dollar EU. Il a ainsi fait preuve d'une stabilité sensiblement plus grande que les monnaies du SME. Il s'est renchéri à due proportion vis-à-vis des monnaies communautaires.

L'évolution du cours du franc suisse est allée à l'encontre de celle des autres monnaies. Il s'est raffermi d'environ 1,5% à l'égard du dollar EU et même de quelque 5,3% en moyenne par rapport aux monnaies du SME. Ce raffermissement pourrait être dû à l'évolution de la situation en Grande-Bretagne et en France. Comme ces pays ont perdu une partie de

leur attrait pour les placements de capitaux internationaux, les investisseurs semblent de plus en plus se tourner de nouveau vers la Suisse. Cette tendance a bénéficié du niveau relativement élevé, pour la Suisse, des taux d'intérêt dans ce pays.

La couronne norvégienne s'est dépréciée d'environ 4,6% par rapport au dollar EU et de quelque 1,2% en moyenne par rapport aux monnaies du SME.

La couronne suédoise, en revanche, s'est légèrement mieux comportée, puisque sa dépréciation s'est limitée à environ 3% vis-à-vis du dollar EU. Elle a même pu s'apprécier d'environ 0,5% à l'égard des monnaies du SME. Contrairement à ce qui s'est passé pour la plupart des monnaies des banques centrales participant à la concertation, la Sveriges Riksbank a été acheteuse de dollars EU en juin, pour de faibles montants il est vrai.

La drachme grecque a perdu 2,8% par rapport au dollar EU; vis-à-vis des monnaies du SME, elle n'a enregistré qu'une faible variation.

Après avoir fait preuve d'une certaine faiblesse au début du mois de juin, le dollar canadien s'est de nouveau raffermi et se situait à la fin du mois pratiquement au même niveau qu'un mois auparavant. Par rapport aux monnaies du SME, il s'est ainsi redressé d'environ 3,7%. Le raffermissement du cours a été dû principalement à la conversion de crédits obtenus à l'étranger par les résidents canadiens.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS EU

Les interventions en dollars EU ont été sensiblement réduites en juin par rapport au mois précédent. Dans l'ensemble, il s'est agi de ventes nettes pour un montant de \$1,4 milliard seulement, contre \$4,9 milliards en mai. Les ventes brutes ont atteint \$3,0 milliards (contre \$5,9 milliards en mai), tandis que les achats bruts se sont élevés à \$1,6 milliard (contre \$1,0 milliard en mai). Les interventions les plus importantes ont été effectuées par la Bank of England et la Banca d'Italia, qui sont intervenues dans les deux sens. Les ventes nettes de dollars ont été principalement le fait de la Bank of England, de la Banque Nationale de Belgique, de la Deutsche Bundesbank et de la Central Bank of Ireland.

Comme durant les mois précédents, la Federal Reserve Bank n'a effectué aucune intervention sur le marché en juin.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Les interventions en monnaies communautaires se sont élevées à l'équivalent de \$0,8 milliard, montant sensiblement inférieur à celui du mois précédent (\$5,4 milliards), au cours duquel le franc français avait dû être soutenu au point d'intervention vis-à-vis du deutsche mark. Au cours du mois sous revue, les interventions ont surtout concerné le deutsche mark: les interventions obligatoires contre francs belges n'ont représenté que \$0,1 milliard, tandis que les interventions intra-marginales ont représenté à hauteur de \$0,4 milliard et \$0,3 milliard respectivement, des achats et des ventes de deutsche marks effectués par les banques centrales de France, de Belgique et des Pays-Bas.

* * *

Pendant les deux premières semaines de juillet, la demande de dollars EU est restée ferme. Le cours de la monnaie américaine a encore pu s'apprécier par rapport à l'ensemble des principales monnaies. A cela plusieurs raisons: le maintien, contrairement à certaines attentes, de niveaux de taux d'intérêt élevés aux Etats-Unis - et même récemment leur nouvelle augmentation - ainsi que les craintes suscitées par l'évolution de la situation politique en Pologne.

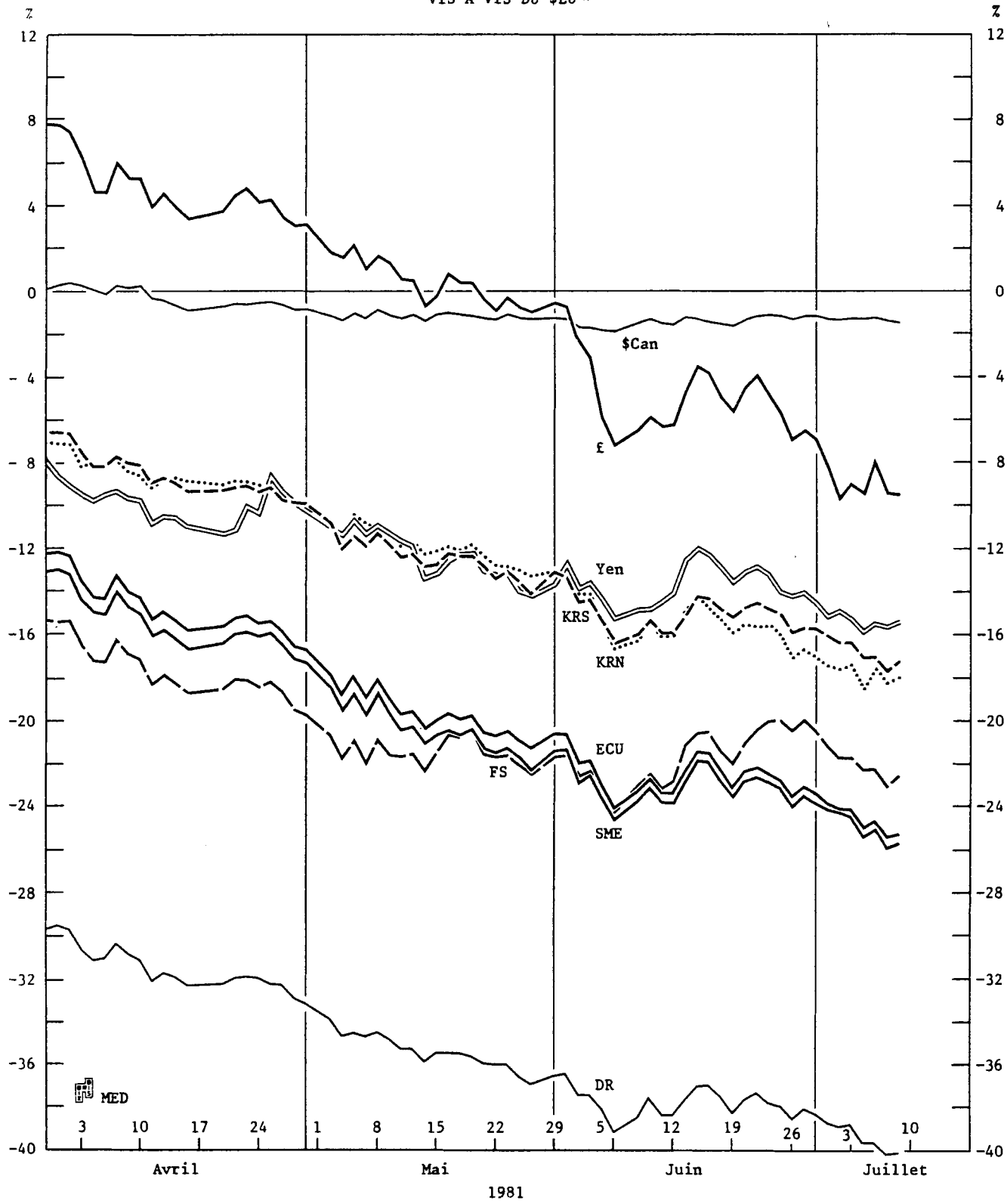
En Europe, y inclus cette fois la Suisse, le dollar a progressé de 2% en moyenne, ce gain a été sensiblement inférieur par rapport aux couronnes norvégienne et suédoise et quelque peu supérieur vis-à-vis du franc français et de la livre sterling.

Au sein du SME, le franc belge est resté à proximité de son cours d'intervention inférieur par rapport au deutsche mark et a continué d'être l'objet d'interventions en dollars et en monnaies communautaires. Les cours des autres monnaies n'ont subi aucune variation notable.

Les interventions en dollars EU se sont élevées à \$EU 800 millions environ de ventes nettes. Le principal vendeur a été la Bank of England. Les interventions en monnaies du SME ont consisté principalement

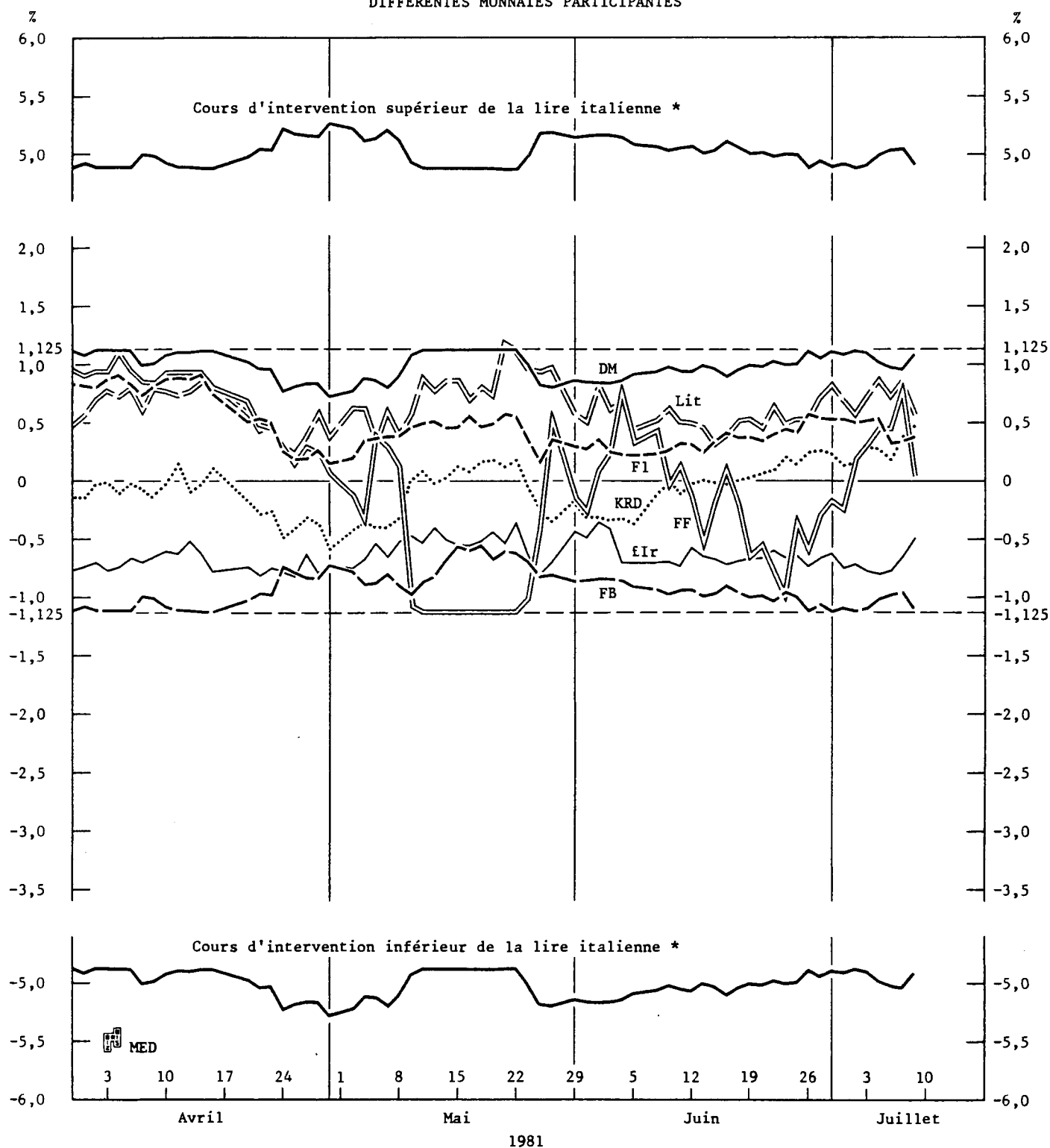
en achats et en ventes de deutsche marks à l'intérieur des marges contre francs français et francs belges. Elles se sont traduites, en fin de compte, par des achats nets de DM pour un montant modique.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978
 VIS-A-VIS DU \$EU *



* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

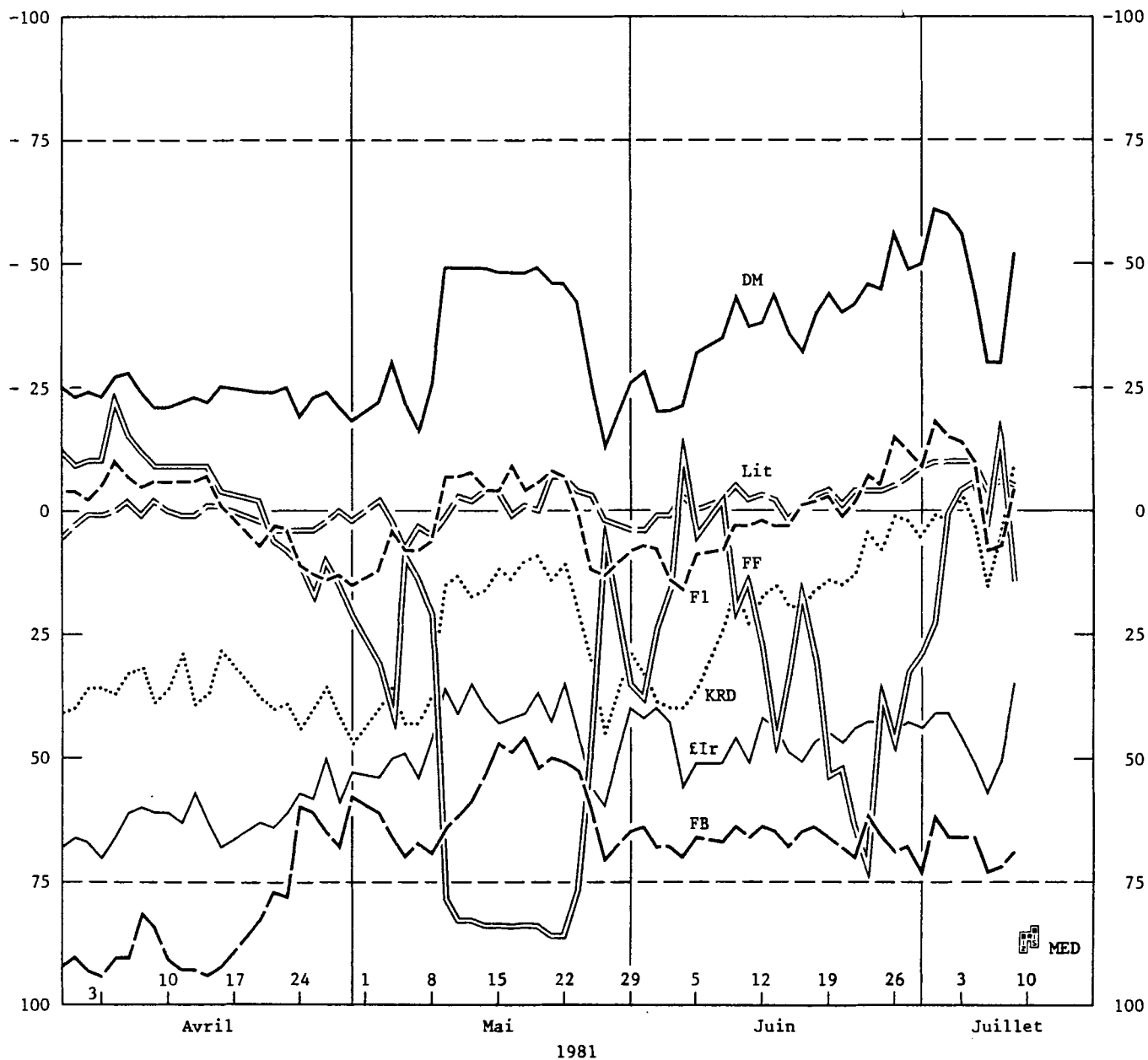
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



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

9 juillet 1981

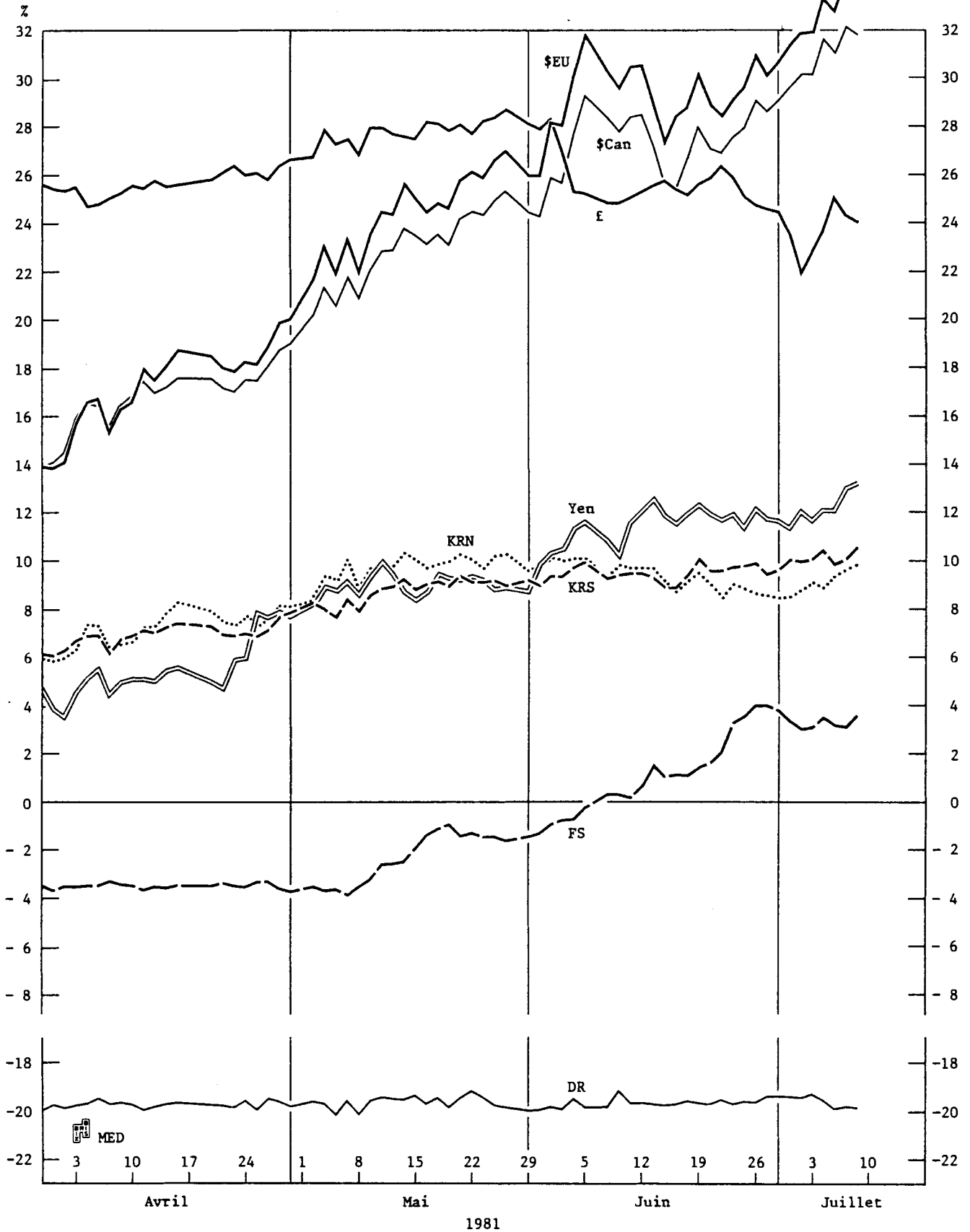
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



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

9 juillet 1981

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHÉ RELEVÉS LE 28 DECEMBRE 1978 *



* £ 0,677119; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210; DR 49,6672.