

PROCES-VERBAL *
DE LA CENT-CINQUANTE-QUATRIEME SEANCE
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 14 AVRIL 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 M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke, Kloft et von Rosen; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Zolotas, accompagné par MM. Chalikias, Papanicolaou et Papageorgiou; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Lefort et Waitzenegger; le Directeur Général de la Central Bank of Ireland, M. Breen, accompagné par M. Reynolds; 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, de Boer et Hazenberg; le Directeur Général des Affaires économiques et financières à la Commission des Communautés européennes, M. Padoa-Schioppa, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Louw. Le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Assiste en outre le Président du groupe d'experts, M. Heyvaert. 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 153e séance

En raison de la diffusion tardive du projet de procès-verbal de la 153e séance, tenue le 10 mars 1981, le Président propose d'accorder un délai supplémentaire d'une semaine pour l'approbation, c'est-à-dire

* Texte définitif, approuvé selon la procédure convenue lors de la séance du 12 mai 1981, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

jusqu'au 22 avril 1981. Par conséquent, le document sera considéré comme approuvé à cette date, sous réserve des amendements que le Secrétariat recevra entre-temps et qui seront incorporés dans le texte définitif.

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. Heyvaert du rapport concernant l'évolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de mars et des premiers jours d'avril 1981; Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE; Séries statistiques mensuelles

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

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

M. Ciampi remercie d'abord le Président, les autres Gouverneurs et la Commission de la compréhension qu'ils ont manifestée lors de la modification, avec effet au 23 mars 1981, du cours-pivots de la lire italienne à l'intérieur du SME.

En ce qui concerne la situation économique de l'Italie, M. Ciampi rappelle qu'après une période de faible croissance, de 1976 à 1979, l'activité économique a repris de l'été 1979 jusqu'au printemps 1980. Cette tendance s'est traduite par une croissance réelle de 4,9% en 1979 et 4% en 1980, alors que les investissements durant ces deux années ont progressé respectivement de 5,8 et 10%. En 1980, l'emploi a augmenté de 400.000 unités et le taux de chômage est resté pratiquement inchangé. Ce résultat positif a cependant été accompagné d'un déficit des comptes courants de 8,5 milliards de dollars et d'un taux d'inflation de plus de 20%. Le relèvement du prix du pétrole pendant 1979 et 1980 a joué un rôle particulièrement important dans cette dégradation de la performance de l'économie italienne, en raison de sa forte dépendance du pétrole importé, de la présence de déséquilibres structurels et de goulets d'étranglement.

Avec un certain retard, cependant, le ralentissement économique prend effet également en Italie. L'indice de la production industrielle a baissé graduellement depuis le mois de mai 1980 et les derniers chiffres

disponibles pour janvier et février 1981 indiquent un déclin de 2% par rapport à la moyenne du trimestre précédent et de 5% par rapport aux deux mois correspondants de 1980. La demande interne s'est également ralentie, bien qu'elle reste plus forte que dans d'autres pays industrialisés. Les pressions et les anticipations inflationnistes sont néanmoins restées élevées, stimulant les dépenses de consommation, alors que la demande de crédits tendait à dépasser l'objectif fixé. Malgré une réduction en volume des importations et une légère progression des exportations, la balance des paiements a continué d'enregistrer d'importants déficits par suite notamment de l'aggravation des termes de l'échange alourdis par l'appréciation du dollar. Les deux premiers mois de 1981 ont été marqués par un déficit global de la balance de 2,2 milliards de dollars et le compte courant devrait s'être détérioré encore plus nettement en février.

En face de cette situation, la Banca d'Italia a pris, fin janvier, des mesures restrictives de politique monétaire visant à mieux contrôler l'expansion du crédit interne. Mais plusieurs événements intervenus en février et en mars, à savoir la politique monétaire plus restrictive en Allemagne, et la hausse consécutive des taux d'intérêt dans ce pays ainsi que dans d'autres pays membres du SME, ont rendu nécessaire le recours à d'autres mesures économiques. Sur le plan interne, les autorités monétaires ont été confrontées à l'accélération des dépenses publiques et aux décisions récentes entraînant un besoin de financement du secteur public qui serait incompatible avec les objectifs en matière de balance des paiements et de taux d'inflation. Un climat d'incertitude en est résulté déclenchant de nouvelles pressions sur le taux de change de la lire. La Banca d'Italia a donc insisté pour que des mesures de stabilisation bien dosées soient prises en vue de réduire le besoin de financement de l'Etat, de freiner l'évolution des salaires nominaux et de raréfier les crédits.

Les mesures adoptées le 22 mars 1981 sont exclusivement d'ordre monétaire. Le taux d'escompte a été relevé de 16 à 19%. Par ailleurs, le taux d'escompte effectif et les coefficients de réserve sur l'accroissement des dépôts ont été augmentés de 15,75 à 20%. La dévaluation de 6% de la lire était destinée à retrouver une marge de manoeuvre pour des interventions dans le marché des changes. Comme M. Heyvaert l'a déjà expliqué, la situation sur le marché des changes s'est stabilisée après quelques jours et le taux de la lire n'a baissé que de 2% en termes

effectifs. Les effets du volet monétaire ne devraient être que d'une courte durée si le second volet n'est pas mis en oeuvre pour attaquer à la racine les causes de l'inflation interne, c'est-à-dire contenir l'expansion des dépenses publiques, freiner les revenus nominaux, notamment en tempérant l'indexation. Le gouvernement s'est engagé à réduire l'endettement de l'Etat de l'ordre de 5 milliards de dollars et à introduire également certains éléments de politique des revenus. A cet égard, les négociations pour la reconduction des conventions dans le secteur public ont été suspendues de facto. Simultanément une initiative a été lancée afin de se mettre d'accord avec les syndicats sur l'élément de pouvoir d'achat dicté par l'"échelle mobile".

A l'heure actuelle, il est difficile de dire quels seront les résultats de ces négociations. Dans le domaine du budget et des dépenses publiques, les mesures vont être prises prochainement, bien qu'avec un certain retard par rapport au désir exprimé, à ce propos, en mars. Dans le domaine des revenus, il est à noter que tous les syndicats sont d'accord pour considérer l'inflation comme le problème le plus sérieux auquel il faut faire face, et que l'échelle mobile n'est plus un tabou intouchable. Toutefois, étant donné notamment la situation politique actuelle, l'évolution est encore incertaine.

a) Discussions sur les procédures appliquées pour les modifications de cours-pivots dans le SME

M. Pöhl marque sa compréhension à l'égard des raisons qui ont amené les autorités italiennes à demander une dévaluation de la lire italienne, décision qui aux yeux des autorités allemandes était juste et correcte. En revanche, la procédure, selon laquelle la dévaluation a été effectuée, appelle certaines remarques. Il est clair que des décisions de ce genre revêtent toujours un caractère d'urgence, mais le Président de la Deutsche Bundesbank n'a été informé de la demande des autorités italiennes que dans la nuit du samedi 21 au dimanche 22 mars 1981. Dans ces conditions, il était difficile de proposer une réunion des Gouverneurs et des Ministres des Finances, réunion qui aurait pris une proportion si spectaculaire que tout de suite d'autres monnaies se seraient trouvées soumises à des pressions. Devant cette difficulté, M. Pöhl a recommandé au Ministre allemand des Finances de ne pas insister pour une réunion,

mais il tient à consigner au procès-verbal de la présente séance que la procédure choisie dans le cas de la lire italienne, de même que dans le cas de la couronne danoise, ne devrait pas être considérée comme appropriée et comme un précédent pour l'avenir. En effet, il convient d'éviter que chaque membre du SME puisse pratiquement autodéterminer son cours-pivot, ce qui serait contraire à la disposition selon laquelle les réalignements des cours-pivots requièrent l'unanimité entre tous les participants.

En ce qui concerne la situation sur les marchés des changes, M. Pöhl fait remarquer que, même si le différentiel de taux d'inflation milite en faveur d'une réévaluation du deutsche mark, il n'y a pas de raison de prévoir un réalignement d'importance à brève échéance dans le SME. D'ailleurs, les autorités allemandes n'ont pas l'intention de mener une politique monétaire, excessivement restrictive, susceptible d'engendrer des tensions dans le SME.

Le Président pense que tous les Gouverneurs pourront souscrire au principe selon lequel il conviendrait de pouvoir se rencontrer lorsqu'un réalignement des cours-pivots est demandé. En ce qui concerne le cas concret de la dévaluation de la lire italienne, il fait remarquer qu'il a été informé le samedi soir 21 mars 1981, en tant que Président du Comité des Gouverneurs, de la demande des autorités de Rome. Au cours des contacts qu'il a eus ensuite avec les banques centrales susceptibles d'être les plus touchées par une dévaluation de la lire, il a été convenu que des contacts directs auraient lieu entre celles-ci et la Banca d'Italia. L'idée d'organiser une réunion des Ministres des Finances et des Gouverneurs a été évoquée mais finalement elle n'a pas été retenue.

M. Hoffmeyer tient à appuyer les propos de M. Pöhl. Il n'est pas acceptable que les changements de cours-pivots soient faits au téléphone, comme cela a été le cas en novembre 1979 et maintenant en mars 1981. La manipulation des taux de change devient en effet trop facile et trop tentante pour les autorités politiques. On devrait souligner auprès de celles-ci qu'une concertation entre les Gouverneurs devrait avoir lieu en cas de modification de parité.

M. de Strycker comprend les observations faites sur la procédure, mais il rappelle que, selon les décisions prises dans ce domaine, il est entendu qu'une réunion des Ministres des Finances est malaisée et que c'est en principe le Comité monétaire qui se réunit lorsqu'un changement est envisagé par un pays membre.

M. Padoa-Schioppa confirme qu'il existe une procédure comprenant une première phase d'information, au cours de laquelle les membres du Comité monétaire sont informés de l'intention du pays membre en cause, une deuxième étape où le Comité monétaire, par téléphone ou en réunion, discute la situation et prépare un avis destiné aux Ministres des Finances et une troisième étape de décisions par ces derniers. Cette procédure, qui figure dans un avis du Comité monétaire approuvé par les Ministres, a été suivie les 22 et 23 mars 1981. Il est évident que les décisions en matière de modification de parité doivent souvent être prises dans un délai extrêmement bref et sans la possibilité matérielle de réunir les intéressés (par ailleurs, une fois qu'une réunion a été convoquée, le réalignement devient inévitable). Une amélioration de la procédure pourrait être trouvée dans des discussions plus approfondies sur la situation de change lorsque les circonstances montrent que de graves difficultés ou une crise sont très probables et très proches.

M. Hoffmeyer indique que la procédure, que vient de rappeler M. Padoa-Schioppa, a été mise au point après la dévaluation de la couronne danoise afin d'éviter la répétition des conditions dans lesquelles cette dévaluation a été faite. En réalité, la procédure n'a pas empêché cette répétition. Il est donc important que les Gouverneurs qui disposent d'un réseau téléphonique de concertation l'utilisent et insistent pour dire que, indépendamment de la procédure indiquée au sein du Comité monétaire, la décision de réalignement ne doit pas être prise tant qu'une consultation entre les Gouverneurs n'a pas eu lieu.

M. Pöhl ne pense pas que le Comité monétaire soit l'organisme approprié pour préparer une décision de réalignement et il estime, comme M. Hoffmeyer, que les Gouverneurs devraient utiliser le réseau téléphonique de concertation. Il faudrait cependant que la banque centrale du pays envisageant un changement de parité entre en contact avec le Président du Comité des Gouverneurs et avec les banques centrales les plus directement concernées, au plus tard le vendredi après-midi, afin de permettre un contact entre tous les Gouverneurs et de décider si une réunion doit et peut être organisée.

M. Ciampi reconnaît l'utilité d'avertir les Gouverneurs avant le vendredi en fin d'après-midi mais il précise que la dévaluation de la lire italienne n'a été envisagée sérieusement que dans l'après-midi du samedi.

M. de la Genière considère qu'il ne peut y avoir de procédure entièrement satisfaisante: la procédure actuelle est très lourde, peu opérationnelle; elle repose sur un avis du Comité monétaire, organisme très nombreux, qui n'est peut-être pas le plus adéquat, et elle laisse de manière étrange le Comité des Gouverneurs en dehors. Sans chercher à rendre la procédure plus rigide, on pourrait retenir les orientations ci-après: comme M. Pöhl l'a déjà indiqué, les réalignements se produisant en général durant un week-end, il serait extrêmement souhaitable que celui-ci commence le vendredi soir, par l'annonce, par la banque centrale concernée, des intentions de son pays. Les Ministres et les Gouverneurs seraient ainsi en mesure de se réunir, éventuellement le samedi ou le dimanche. En outre, en vue notamment de pallier l'absence du Comité des Gouverneurs dans la procédure officielle, le Gouverneur de la banque centrale en cause devrait prévenir le plus vite possible le Président du Comité, et éventuellement ses autres collègues, du changement de parité envisagé. De la sorte, chaque Gouverneur pourrait voir avec son Ministre si une réunion du Conseil doit et peut être tenue durant le week-end.

M. de Strycker partage les vues exprimées par MM. Pöhl et de la Genière. S'il est impossible de prévoir tous les cas et de fixer une procédure adaptée à toutes les circonstances, il est important d'avoir une consultation multilatérale. Aussi, dans la mesure où une réunion n'est pas possible ou peut être contre-indiquée, les Gouverneurs devraient-ils recourir à la concertation téléphonique à l'initiative du Président du Comité et au moyen du réseau spécial.

Le Président reconnaît la très grande difficulté de prévoir des procédures fixes pour des cas souvent exceptionnels et d'urgence. Il est néanmoins essentiel que les Gouverneurs se consultent et il propose que les Suppléants examinent, à la lumière de l'expérience, les modifications et améliorations qui pourraient être apportées aux procédures actuellement en vigueur pour les changements de parité dans le SME.

Le Comité marque son accord sur cette proposition.

b) Discussion sur la situation et les politiques monétaires dans la Communauté

M. de Strycker présente quelques commentaires sur la situation du franc belge et sur les mesures prises récemment en Belgique. La relative faiblesse du franc belge qui est due essentiellement à l'important déficit

de la balance des paiements a obligé la Banque Nationale de Belgique à intervenir régulièrement depuis le début de l'année. Tant que le deutsche mark est resté au bas de la bande, le franc belge n'a pas franchi son seuil de divergence mais, après les mesures prises par la Bundesbank en février et le redressement de la monnaie allemande, le taux de divergence a largement dépassé le seuil et a atteint 95%. Ce mouvement reflétait donc une modification de la situation relative du franc belge et pas de sa situation fondamentale. Quoiqu'il en soit, la Banque Nationale de Belgique a relevé très fortement ses taux, de 12 à 16% pour le taux d'escompte et de 12 à 18% pour le taux Lombard. Ces niveaux, qui sont beaucoup trop élevés pour les besoins de l'économie belge, ont dû être fixés pour mettre un terme à la spéculation. Les mesures de politique monétaire ont atteint, toutefois, leurs limites. Les problèmes fondamentaux de la Belgique requièrent des mesures économiques qui sont en cours, mais qui sont difficiles politiquement et il est clair que le changement de parité du franc n'est pas une solution à ces problèmes. Des interventions resteront certes nécessaires aussi longtemps que le déficit de la balance des paiements subsistera mais il est à souhaiter qu'elles ne soient pas amplifiées par des mouvements de capitaux soit spéculatifs, soit déterminés par des différentiels de taux d'intérêt.

M. Breen fait remarquer au sujet des interventions effectuées ces dernières semaines par la banque centrale irlandaise sur le marché des changes que l'ampleur de ces interventions s'explique pour une partie par la situation de la balance des paiements irlandaise; cette dernière s'est soldée, pendant trois années consécutives, par un déficit très important qui, pour l'année courante, devrait augmenter encore pour atteindre l'équivalent de près de 13% du PNB, chiffre à peu près égal au niveau actuel des réserves brutes officielles. Les autorités irlandaises sont également inquiètes du fait que les interventions effectuées fin mars et début avril et la pression à la baisse sur la livre irlandaise ont coïncidé avec certains commentaires dans la presse irlandaise à propos du taux d'inflation en Irlande et du déficit du budget. Ces facteurs, ainsi que les rumeurs d'un réalignement à l'intérieur du SME, ont suscité des commentaires de presse sur une dévaluation possible de la livre irlandaise. Les autorités, en revanche, ont pensé qu'une dévaluation de leur monnaie ne pourrait qu'aggraver la situation. La livre irlandaise s'est déjà dépréciée en termes effectifs de 11% au cours des six derniers mois, à la suite notamment du raffermissement très spectaculaire de la livre britannique. Avec ces considérations

à l'esprit, M. Breen constate avec satisfaction que les banques centrales participant au SME n'envisagent pas un réalignement dans l'avenir proche. Dans l'espoir d'une modération des tensions à l'intérieur du SME et d'une livre sterling un peu moins forte, les autorités irlandaises continuent leurs interventions sur le marché des changes et leurs emprunts à l'extérieur et sont prêtes à prendre des mesures en matière de taux d'intérêt (ceux-ci sont d'ailleurs, depuis peu, en hausse sur le marché de Dublin).

M. Pöhl reconnaît que la hausse des taux d'intérêt en Allemagne a causé pour le franc belge et d'autres monnaies des contraintes fort désagréables. Les mesures qui ont entraîné cette hausse ont été conçues cependant de manière à marquer leur caractère temporaire. Contrairement aux espoirs des autorités allemandes, les conditions nécessaires pour une décrue progressive du niveau des taux d'intérêt ne se sont pas encore matérialisées. La hausse des taux américains, observée ces derniers jours, s'est traduite par une forte pression à la baisse sur le deutsche mark et la situation est également compliquée par la discussion publique, en Allemagne et à l'étranger, sur la politique de la Bundesbank. Dans ces conditions, un relâchement de la politique monétaire allemande pourrait avoir des répercussions graves sur la tenue du deutsche mark sur les marchés des changes. Il est cependant à espérer que la situation actuelle restera un épisode et, dès que les circonstances seront plus favorables, la Bundesbank n'hésitera pas à opérer la décrue souhaitée des taux d'intérêt. En effet, le niveau actuel du taux d'intérêt réel est jugé trop élevé et est susceptible de freiner l'activité d'investissement.

III. Suites à donner:

- Au mandat par lequel le Conseil des Ministres des Finances de la CEE, du 16 mars 1981, a invité le Comité des Gouverneurs à poursuivre ses travaux sur les relations monétaires entre la Communauté et les pays tiers (instructions plus précises à prévoir pour le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert);
- A la réunion informelle des Ministres des Finances et des Gouverneurs de la CEE les 3 et 4 avril 1981

Le Président rappelle que, lors de la session du Conseil des Ministres des Finances du 16 mars 1981, il a fait, de même que M. Haberer au nom du Comité monétaire, une déclaration qui a résumé le plus fidèlement possible

les délibérations engagées par le Comité des Gouverneurs à l'occasion de la séance du 10 mars 1981. Les Ministres des Finances ont demandé, le 16 mars et ultérieurement au cours de leur réunion informelle des 3 et 4 avril 1981, que le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire poursuivent leurs travaux sur les relations monétaires entre la Communauté et les pays tiers. Outre la poursuite du débat déjà entamé lors des séances précédentes des Gouverneurs, il s'agit notamment d'examiner, d'une part, la possibilité de remplacer le réseau de swaps bilatéraux entre la "Fed" et les banques centrales de la Communauté par un accord de swaps unique entre la "Fed" et le FECOM, d'autre part, les possibilités d'élargir les interventions en monnaies communautaires à l'intérieur des marges (le Ministre des Finances italien a particulièrement présenté cette idée).

M. Lamfalussy attire l'attention du Comité sur le fait que l'administration des Etats-Unis est en train de préparer une prise de position officielle sur la politique d'intervention dans le marché des changes. Connaissant les vues radicalement monétaristes du nouveau Sous-Secrétaire au Trésor, qui est responsable de la politique de change, et tenant compte du fait que, depuis l'instauration de l'administration Reagan, la "Fed" n'est pratiquement plus intervenue, il est à craindre que les autorités américaines ne se prononcent contre toute intervention sur le marché des changes avec la conséquence que tout le fardeau d'une politique de change commune à l'égard du dollar EU incomberait aux pays de la Communauté. Dans ces conditions, il paraît opportun que les pays communautaires fassent part, aux autorités américaines, de leurs préoccupations en la matière dans l'espoir qu'une promptة démarche puisse influencer sur l'attitude de ces autorités.

M. Pöhl confirme l'information donnée par M. Lamfalussy. Il faut partir de l'hypothèse que l'administration Reagan sera encore plus réservée à l'égard des interventions sur le marché des changes que ne l'était l'administration Carter. Dans ces conditions, l'ouverture d'une discussion sur la fusion des lignes de swaps bilatérales ou sur une politique commune à l'égard du dollar serait susceptible de renforcer la méfiance des autorités américaines à l'égard des intentions des pays européens. Néanmoins, M. Pöhl n'a pas d'objections contre une étude technique à entreprendre par le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert, mais il faudrait se garder de trop grands espoirs. En outre, la question n'est pas d'actualité immédiate; à l'heure actuelle, ni la "Fed", ni la Deutsche Bundesbank n'ont l'intention de tirer sur leurs lignes de swaps réciproques.

M. Pöhl conclut en remerciant le Président pour sa remarquable déclaration faite devant les Ministres des Finances, le 16 mars dernier; cette déclaration qui a reflété fidèlement les débats du Comité des Gouverneurs a été certainement très utile pour ramener certaines attentes à des proportions plus réalistes.

M. Zijlstra n'a pas d'objections pour une étude technique, mais il se féliciterait de recevoir des éclaircissements sur la portée de l'idée de la "Fécomisation".

M. de Strycker indique que l'esprit général qui a animé la proposition mentionnée par M. Zijlstra était de faire de l'ensemble des moyens d'intervention bilatéraux un instrument commun qui permettrait de mettre en oeuvre une politique commune à l'égard du dollar EU.

M. Zolotas pense que les interventions sur les marchés des changes resteront inefficaces aussi longtemps que les taux d'intérêt aux Etats-Unis subissent des fluctuations aussi amples que dans le passé. Cette forte instabilité des taux, qui cause une incertitude permanente, va à l'encontre de la stabilité internationale et est dangereuse plus particulièrement pour les pays du SME, ainsi que le montre l'exemple de l'Allemagne. La seule solution à ce problème serait d'arriver avec les Etats-Unis à une harmonisation des politiques des taux d'intérêt, et les pays de la Communauté seraient appelés à réfléchir sur les initiatives à prendre pour amener les autorités américaines à une plus étroite coopération.

M. de la Genière indique que les taux d'intérêt à court terme dans le monde occidental sont à la fois extrêmement volatils et trop élevés. Contrairement à l'analyse pratiquée aux Etats-Unis, les autorités monétaires françaises estiment que, dans une situation d'inflation élevée, une politique, axée exclusivement sur la quantité de monnaie et, par conséquent, sans aucun contrôle du niveau des taux d'intérêt, ne peut être efficace sur le plan de la lutte contre l'inflation, sauf si elle est pratiquée avec une brutalité extrême et au prix de conséquences graves en matière de croissance réelle et d'emploi. Ces faits ont été expliqués à maintes reprises au cours des derniers mois sans qu'un plus grand degré de compréhension n'ait été atteint à Washington. Pour l'avenir, il ne faudrait pas avoir de trop grands espoirs sur un changement de la situation aux Etats-Unis, sans cependant renoncer à expliquer aux autorités américaines les vues des pays européens.

Dans les circonstances susmentionnées, les mesures prises en février par la Deutsche Bundesbank ont été inévitables, bien que regrettables du point de vue de la France. Néanmoins, il serait souhaitable que les autorités monétaires allemandes puissent rabaisser le niveau des taux d'intérêt dès que la tenue du deutsche mark vis-à-vis du dollar le permettra. En revanche, les autorités françaises comprennent les difficultés que pourrait soulever une telle action et les pays de la Communauté risquent fort de se trouver devant une position américaine qui continuera à mettre tout son accent sur la politique monétaire quantitative. Dans cette hypothèse, les pays communautaires doivent se demander s'ils veulent accepter un autre glissement des monnaies du SME par rapport au dollar (avec les conséquences très graves notamment en matière d'inflation) ou s'ils essayent de contrôler ce glissement au moyen d'interventions sur le marché des changes ou de mesures de politique monétaire. Probablement il faut mettre en oeuvre tous ces instruments en même temps, dans un dosage approprié, mais il est douteux que ce dosage seul soit à même de rétablir la stabilité internationale et, par conséquent, une situation économique favorable dans les pays communautaires. Au contraire, il est même à craindre que la situation continue de se dégrader.

Le Président fait remarquer au sujet de l'intervention de M. Zolotas que les discussions très franches avec les autorités américaines ont fait ressortir très clairement les obstacles qui se posent à un changement de la politique monétaire aux Etats-Unis. L'institut d'émission américain est d'accord avec les pays européens pour que la politique budgétaire et fiscale contribue davantage à la lutte contre l'inflation. Le gouvernement, en revanche, pense que son programme budgétaire et fiscal est suffisant à cet égard, opinion qui n'est cependant pas partagée par les marchés qui s'attendent à la persistance de l'inflation et, partant, à un niveau très élevé des taux d'intérêt. Il est clair que la technique purement quantitative de la politique monétaire américaine cause une instabilité accrue des taux d'intérêt, mais il paraît très difficile de transposer les méthodes appliquées par les pays européens dans un autre pays. En matière de politique des revenus, il faut espérer que les partenaires sociaux s'accorderont sur une modération des revenus mais cet objectif ne devrait pas être atteint dans de très brefs délais.

M. Ciampi indique qu'il partage les inquiétudes exprimées par ses collègues notamment au sujet du dosage peu approprié dans la lutte contre l'inflation. En ce qui concerne la proposition faite par M. Andreatta,

Ministre des Finances italien, lors de la session du 16 mars 1981 du Conseil ECOFIN, M. Ciampi précise qu'il enverra, à titre d'information, une courte note informelle au secrétariat.

M. Zijlstra estime que la cause des difficultés actuelles réside dans la technique de la politique monétaire américaine et non dans les politiques budgétaires et des revenus ou dans l'orientation générale de la politique monétaire. En effet, le déficit du budget, exprimé en pourcentage du PNB, n'est pas aussi élevé, notamment par rapport aux chiffres observés en Europe, et l'accroissement des salaires nominaux est en retard sur la hausse des prix depuis de nombreuses années. Le taux d'intérêt à long terme n'est pas, notamment en termes réels, parmi les plus élevés dans la comparaison internationale. Ce sont plutôt les taux à court terme, en particulier le "prime rate", qui enregistrent de fortes fluctuations par suite de la technique particulière de la régulation monétaire, technique qui entraîne des cycles de taux d'intérêt analogues au "cycle du porc" bien connu des manuels et, le plus souvent, une courbe de rendement inverse. Sans vouloir imposer aux autorités américaines les recettes des pays européens, il sera nécessaire de montrer à ces autorités que l'efficacité de leur politique monétaire est fondamentalement viciée par l'application de leur technique particulière.

Dans la perspective d'une situation inchangée aux Etats-Unis, les pays de la Communauté devraient analyser les effets des options à prendre. Devrait-on opter pour des taux d'intérêt plus bas en vue d'assurer la reprise de l'activité économique tout en acceptant la poursuite de la dépréciation des monnaies du SME par rapport au dollar ? Ou veut-on stabiliser les cours de change vis-à-vis du dollar au prix du maintien du niveau élevé des taux d'intérêt, voire d'un autre relèvement de ces taux ?

M. Pöhl fait remarquer, au sujet de l'intervention de M. Zijlstra, qu'un véritable choix entre plus de dépréciation du cours de change et un niveau élevé ou plus élevé des taux d'intérêt n'existe pas en Allemagne. Bien que les autorités monétaires allemandes aient certaines idées quant au niveau désirable du cours de change du dollar par rapport au deutsche mark, elles ne mènent pas et ne peuvent pas mener une "politique dollar" en ce sens qu'elles défendent une certaine relation de change. Les taux d'intérêt

en Allemagne ne doivent pas nécessairement suivre les fluctuations des taux américains, mais la politique allemande des taux d'intérêt ne peut pas s'inspirer exclusivement des considérations internes. Sinon, en l'absence d'une réglementation de change et étant donné un rapport très net entre les taux des titres à long terme en deutsche marks et les taux afférents aux obligations en dollars EU, on risque des sorties de devises accrues, entraînant soit des pertes de réserves massives, soit une dépréciation de la monnaie nationale, dépréciation qui à son tour est susceptible de pousser vers le haut les taux à long terme en Allemagne. D'autres pays communautaires sont peut-être capables de mieux contrôler les flux de capitaux, mais dans le cas de l'Allemagne, il convient de constater le fait, bien regrettable, que la politique allemande des taux d'intérêt est décidée, dans une certaine mesure, non plus à Francfort, mais à New York.

M. Zijlstra précise qu'il ne voit pas non plus de vraies options mais il est important que les pays de la Communauté définissent leur position vis-à-vis des Etats-Unis. Si l'on est contre l'idée de "décrocher" les monnaies du SME du dollar, il faudra alors recommander aux Etats-Unis de se doter d'une autre technique de régulation monétaire et d'abandonner leur attitude du "benign neglect".

Le Président rappelle que les Ministres des Finances attendent, pour le mois de juin, un rapport du Comité des Gouverneurs et qu'il conviendrait donc d'arriver à des conclusions concrètes. Les discussions semblent avoir fait ressortir notamment une certaine inquiétude quant au fait que la politique monétaire américaine est trop axée sur la régulation de la quantité de monnaie et qu'elle néglige les effets de cette approche sur les taux de change et, partant, les conséquences pour la situation dans les pays partenaires. On pourrait donc proposer aux Ministres des Finances de faire part aux autorités américaines, sous une forme appropriée, des préoccupations des pays européens.

M. Pöhl accepte l'idée du Président. Il faudrait cependant être encore plus précis en disant que, d'une part, les pays de la Communauté sont en faveur de la lutte contre l'inflation aux Etats-Unis et admettent le rôle important de la politique monétaire à cet égard. D'autre part, les autres politiques économiques (notamment les politiques budgétaire et des revenus) devraient contribuer davantage. Enfin, le fait le plus inquiétant n'est pas le niveau des taux d'intérêt américains, mais leur instabilité.

Les répercussions de cette instabilité sur les politiques monétaires dans les pays de la Communauté devraient être mises en relief lors des conversations avec les autorités américaines, tout en s'abstenant cependant de donner des recommandations précises quant aux procédures ou instruments de la politique monétaire que les Etats-Unis devraient adopter. Il ne faudrait pas non plus demander à ce pays une réduction concertée du niveau des taux d'intérêt car une telle démarche irait clairement à l'encontre de sa doctrine actuelle et serait susceptible de créer des anticipations irréalistes dans les marchés.

M. Zolotas pense comme M. Pöhl que l'instabilité des taux d'intérêt américains est le problème le plus important. Les efforts des pays européens devraient viser à une meilleure harmonisation des politiques des taux d'intérêt aux Etats-Unis et en Europe.

Le Président fait remarquer au sujet de l'intervention de M. Zolotas que le problème réside dans le fait que les taux d'intérêt ne sont pas actuellement une variable opérationnelle de la politique monétaire américaine. Les actions de celle-ci sont plutôt axées sur le niveau des réserves non empruntées des banques.

Quant à la suite à donner au mandat confié au Comité des Gouverneurs par le Conseil des Ministres, le Président annonce un projet de rapport qui devrait être mis au point par le Comité lors de sa prochaine séance et serait ensuite transmis aux Ministres des Finances. Les deux questions connexes, c'est-à-dire la question de la "fécomisation" des accords de swaps et celle des interventions intramarginales (au sujet de laquelle le Gouverneur Ciampi a promis d'apporter des précisions), seraient étudiées par le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert, qui devrait faire rapport au Comité avant sa séance de mai.

M. Heyvaert craint fort que l'examen des deux questions mentionnées par le Président ne restent sans issue. L'idée de remplacer les accords de swaps bilatéraux avec la "Fed" par une seule ligne de swaps entre celle-ci et le FECOM s'accorde très peu avec la constatation faite sur le comportement des autorités américaines dans le marché des changes et avec l'information livrée par M. Lamfalussy quant à la position probable des Etats-Unis à l'avenir.

En ce qui concerne les interventions intramarginales en monnaies communautaires, M. Heyvaert rappelle que son groupe a déjà étudié ce sujet de manière approfondie dans le Rapport No 36, il y a quelques années. En

l'absence de précisions de la part des autorités italiennes, il ne restera au groupe que de revoir les différentes conclusions dudit rapport en vue de déceler d'éventuels changements dans les positions qui ont été définies à l'époque.

Le Président précise que l'étude à entreprendre par le groupe devrait porter sur les implications, pour les Etats-Unis et les pays de la Communauté, de la "fécomisation" des accords de swaps en vue de permettre un jugement sur l'opportunité de cette idée. En ce qui concerne la question des interventions intramarginales, la meilleure procédure serait d'informer le représentant de la Banca d'Italia des conclusions du Rapport No 36 pour que le Gouverneur Ciampi puisse ensuite éclaircir le sujet avec le Ministre des Finances italien.

Le Comité marque son accord sur la procédure proposée par le Président.

IV. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Négociations avec la Pologne

Le Président rappelle qu'il y a eu une réunion à Paris le 10 avril 1981, réunissant 15 gouvernements, alors que les banques commerciales impliquées se réuniront le 16 avril 1981 à Londres. D'après les informations officieuses, l'accord intergouvernemental pourrait se réaliser lors de la prochaine rencontre, le 27 avril, et des indications encore très provisoires (420 banques commerciales sont impliquées) suggèrent que les banques commerciales prennent une position en parallèle avec celle adoptée sur le plan gouvernemental. Néanmoins, il semble utile que les banques centrales intéressées restent en contact avec leurs banques commerciales en vue, d'une part, de leur rappeler le caractère délicat et difficile de la situation et, d'autre part, de les encourager à prendre une ligne collective qui permettra de résoudre le problème de la Pologne. Un problème particulier concerne la demande polonaise aux banques commerciales de ne pas réduire davantage leurs dépôts à court terme. Les banques britanniques sont prêtes à répondre favorablement à cette demande, mais si les banques ne sont pas solidaires en cette matière, la Pologne risque d'être déclarée officiellement en défaut. Une telle évolution rendrait la situation encore plus délicate et périlleuse. A Londres, les autorités polonaises ont évoqué la possibilité de rejoindre le Fonds Monétaire International (que la Pologne a quitté en 1949), mais aucune démarche officielle n'a été entreprise jusqu'à

présent. La réintégration de la Pologne dans le FMI susciterait peut-être des préoccupations dans certains pays, mais, en même temps, elle pourrait être la bienvenue en ce sens que l'intervention du FMI permettrait d'assurer la conditionalité du concours à la Pologne.

V. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 12 mai 1981 à 10 heures.

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

MARS 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 mars et les premiers jours d'avril 1981.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

a) Les caractéristiques principales de l'évolution constatée au cours du mois de mars ont été les suivantes:

- Au sein du groupe des monnaies participant au mécanisme de change européen, le réalignement de la lire italienne (- 6%), intervenu à partir du 23 mars, a entraîné le réajustement des cours-pivots de l'Ecu vis-à-vis des différentes devises du système monétaire européen.
- Le franc belge a été soumis à des pressions accrues, tandis que le deutsche mark, poursuivant l'évolution amorcée le mois précédent, a été le plus souvent en tête des monnaies observant des marges de fluctuations.
- Le dollar a encore marqué des fluctuations importantes.

b) La détente des taux d'intérêt aux Etats-Unis et sur le marché de l'euro-dollar, durant la deuxième semaine du mois, a été, jusqu'au 19 mars, le facteur essentiel du repli initial du dollar.

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

A partir du 20 mars, un léger raffermissement des taux et surtout la recrudescence des tensions en Pologne ont entraîné une hausse des cours.

A l'annonce, le 31 mars, de l'attentat commis contre le Président Reagan, le dollar a légèrement fléchi. D'une fin de mois à l'autre, la baisse est de l'ordre de:

- 0,9% à 1,7% vis-à-vis des monnaies observant la marge de 2,25%,
- 2,2% pour la livre sterling,
- 2,7% pour le franc suisse,
- 1,3% pour le dollar canadien.

Par contre, la monnaie américaine a progressé de 0,2% par rapport au yen et de 2,1% vis-à-vis de la lire italienne.

A partir de la seconde semaine du mois, le mark allemand est resté à peu près constamment au premier rang du dispositif de change européen et n'a guère cessé, depuis lors, de se trouver en opposition au franc belge. A la suite des décisions prises en février par la Deutsche Bundesbank, le taux d'intérêt au jour le jour pratiqué sur les places allemandes a été maintenu entre 10 et 12%, le plus souvent proche de ce dernier chiffre; ces niveaux sont quelque peu inférieurs à ceux du taux équivalent aux Etats-Unis. L'arrangement conclu en décembre dernier avec les banques commerciales allemandes, qui prévoyait une limitation des prêts aux non-résidents, n'a plus été reconduit après l'expiration du délai de trois mois, fixé à l'origine.

La lire italienne, qui avait fait l'objet, le mois précédent, d'importantes interventions de soutien de la part de la Banca d'Italia, s'est de nouveau affaiblie dans le courant de mars par rapport au groupe des monnaies communautaires à marge de fluctuation restreinte. L'écart séparant la lire de la monnaie la plus forte de ce groupe est passé de 3,3% le 27 février 1981 à 4,62% le 20 mars. Le seuil de divergence avait été franchi le 20 mars.

Le réalignement de la lire italienne a été accompagné par un relèvement de 16,5% à 19,0% du taux d'escompte de la Banca d'Italia, une augmentation de 15,75% à 20,0% du taux marginal des réserves obligatoires et par l'annonce d'un programme de mesures budgétaires.

Depuis le 23 mars, la lire est remontée, à la suite de son réalignement, du 7e au 4e rang des monnaies observant des marges

de fluctuation et s'est située dans la partie supérieure de la bande communautaire au prix, il est vrai, d'une poursuite des interventions de la Banca d'Italia.

Le franc belge a été constamment soumis à de fortes pressions et s'est trouvé le plus souvent en opposition au deutsche mark, parfois aussi au franc français, plus rarement au florin. L'indicateur de divergence est resté au-dessus de son seuil et a même atteint l'indice 95 à la suite de l'amélioration de la position de la lire italienne dans le cadre des nouveaux taux-pivots de l'Ecu.

La Banque Nationale de Belgique a relevé en trois étapes (les 4, 26 et 31 mars) le taux "Lombard" de 12% à 18% et porté son taux d'escompte de 12% à 13% le 26 mars et de 13% à 16% le 31 mars 1981.

Le franc français a été le plus souvent au second rang des monnaies communautaires, mais les achats de devises de la clientèle résidente se sont développés, tandis que les taux d'intérêt pratiqués sur le franc restaient comparativement moins attrayants pour les non-résidents; cependant, cette orientation moins favorable ne traduit pas de pressions spéculatives.

Le florin est resté stable dans la partie supérieure de la bande communautaire. Eu égard à la hausse de certains taux d'intérêt à l'étranger, la Nederlandsche Bank a porté son taux d'escompte de 8% à 9% le 3 mars et celui des avances "Lombard" de 9% à 10%.

La couronne danoise s'est quelque peu affaiblie de même que la livre irlandaise affectée par le large déficit de la balance des paiements au cours du premier trimestre de l'année.

La livre sterling a fait preuve de fermeté. La diminution de 14% à 12% du taux minimum de prêt de la Bank of England, largement anticipée par le marché, n'a guère pesé sur les cours, soutenus de surcroît par l'adoption d'un budget rigoureux et par les résultats favorables de la balance des paiements.

Le franc suisse dont les taux d'intérêt ont suivi une évolution parallèle à celle observée sur les principales places étrangères a progressé contre toutes devises, probablement en liaison avec les tensions observées au sein du système monétaire européen.

L'orientation de la drachme a été plus favorable. Elle s'est dépréciée de 1,3% seulement contre dollar en mars, alors qu'elle avait fléchi de 3,6% en février.

La couronne norvégienne a fait preuve de stabilité vis-à-vis des autres monnaies européennes, tandis que la couronne suédoise confirmait sa bonne orientation. La dissipation des pressions qui s'étaient exercées sur la monnaie suédoise jusqu'à la fin du mois de janvier a permis à la Sveriges Riksbank d'abaisser de 17% à 16% le taux de pénalité appliqué aux banques qui empruntent au-delà de leurs "plafonds".

La persistance d'un courant d'investissements étrangers a favorisé le yen qui n'a été que temporairement affecté par la diminution de 7,25% à 6,25% du taux d'escompte de la Banque du Japon. D'une fin de mois à l'autre, son cours contre dollar se retrouve pratiquement au même niveau, mais à l'égard des autres monnaies, sauf la lire italienne, le yen s'est replié dans une mesure variant de 1,5 à 2,25%.

Le dollar canadien qui avait, au cours des deux premiers mois de l'année, subi vis-à-vis du dollar EU une baisse plus modérée que celle des autres monnaies, s'est un peu moins apprécié en mars contre dollar que les devises européennes. Les fluctuations de cours ont continué d'être quotidiennement atténuées par quelques interventions de la Banque du Canada.

II. INTERVENTIONS EN DOLLARS

Les ventes nettes de dollars ont été un peu moins importantes en mars qu'en février (1,7 milliard de dollars contre 2,8). Les ventes brutes ont atteint 3,4 milliards (contre 4,3 en février) et les achats bruts 1,7 milliard (contre 1,5).

Des ventes très importantes ont été effectuées par la Banca d'Italia. La Central Bank of Ireland et, à un degré moindre, la Danmarks Nationalbank ont cédé des montants relativement élevés.

La Sveriges Riksbank a été le plus gros acheteur net: elle est suivie par la Banque du Canada qui est intervenue dans les deux sens.

La Federal Reserve Bank of New York n'est intervenue qu'au cours d'une seule journée à l'achat de dollars contre marks, pour un montant modeste. La Banque du Japon s'est abstenue de toute intervention.

III. INTERVENTIONS EN MONNAIES COMMUNAUTAIRES

Les interventions en monnaies communautaires ont encore augmenté en mars. Elles ont représenté l'équivalent de 3,5 milliards de dollars contre 1,5 durant le mois précédent.

Elles ont été effectuées pour la plus grande part par la Banque Nationale de Belgique qui est intervenue aux cours limites, surtout en deutsche marks mais aussi en francs français et en florins. Ces interventions ont été principalement réglées en Ecus puis, dans une moindre mesure, en dollars et, en fin de mois, par recours au financement à très court terme.

La Banque de France a procédé à des ventes substantielles de deutsche marks à des cours intramarginaux. Les deutsche marks cédés sur le marché ont été acquis contre francs auprès de la Deutsche Bundesbank. Celle-ci a affecté ces francs au remboursement d'une large fraction de la dette qu'elle avait contractée, d'octobre à février, dans le cadre du financement à très court terme.

* * *

Durant les premiers jours d'avril, les devises du système monétaire européen participant au mécanisme de change ont conservé le rang qu'elles occupaient depuis le 23 mars après la modification des cours-pivots de l'Ecu mais les pressions sur le franc belge se sont atténuées à partir du 6 avril tandis que la lire italienne consolidait sa position sans interventions notables de la Banca d'Italia. La meilleure tenue du franc belge fait suite au dénouement de la crise ministérielle et au vote de confiance accordé par les Chambres au nouveau gouvernement. Le deutsche mark est resté la monnaie la plus forte du système en dépit d'une moindre fermeté des taux d'intérêt allemands. L'écart entre le deutsche mark et le franc belge est revenu légèrement en deçà de la marge de fluctuation de 2,25%.

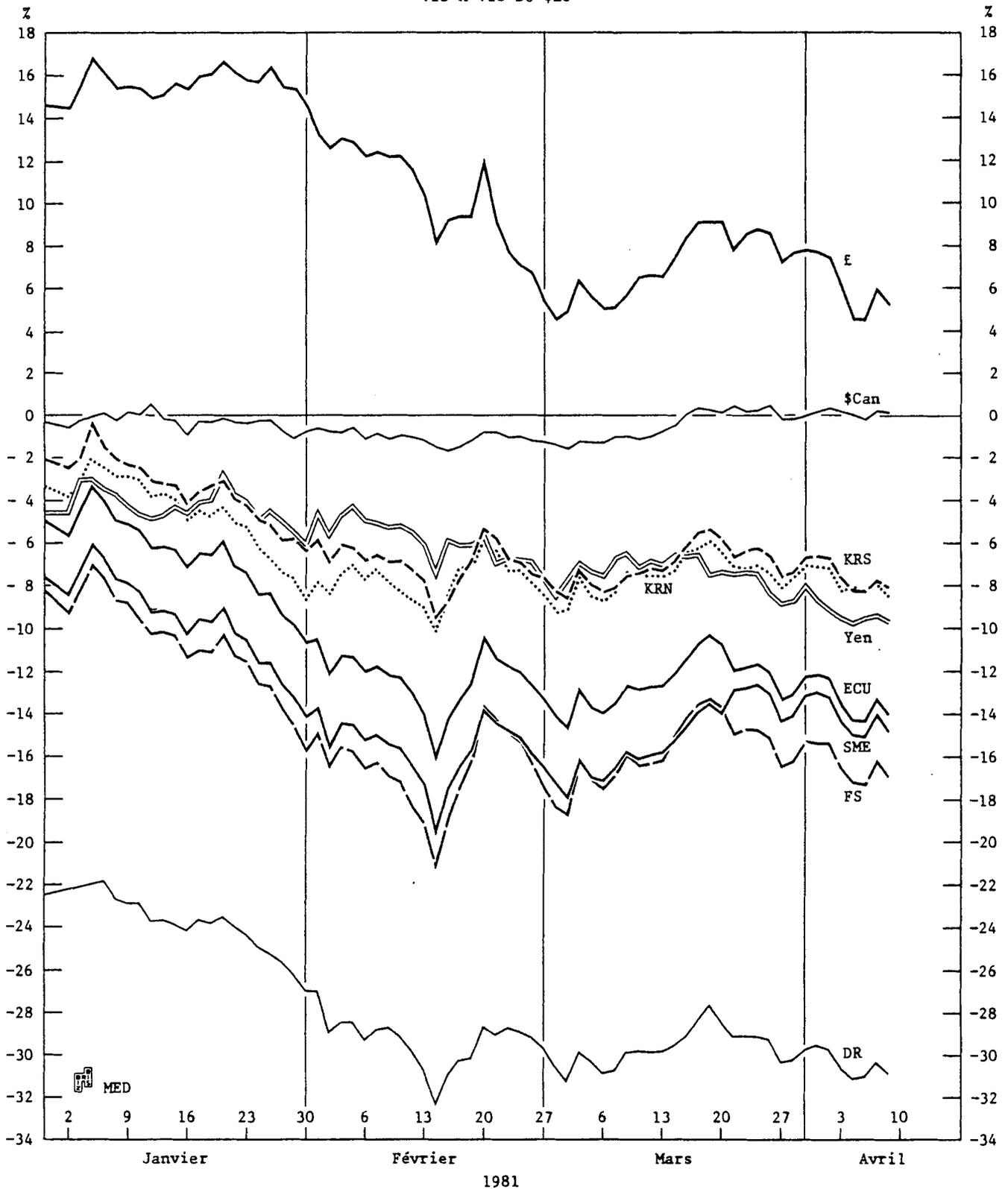
L'évolution du dollar a été irrégulière sur l'ensemble des places et s'est finalement traduite, depuis le 31 mars, par une avance de plus de 2% sauf vis-à-vis de la couronne suédoise (+1,6%), de la couronne norvégienne (+1,7%) et du dollar canadien (-0,2%) qui bénéficie de l'écart favorable entre les taux d'intérêt à court terme au Canada et aux Etats-Unis. L'atténuation des facteurs de crise en Pologne a constitué un élément temporaire de baisse. Il a été largement compensé par la tension observée sur les taux d'intérêt, née du

retournement des anticipations des opérateurs sur la politique monétaire de la Federal Reserve Bank of New York.

Les interventions en dollars ont été modiques. La Central Bank of Ireland a continué à procéder à des ventes. La Sveriges Riksbank et la Banque du Canada ont encore été acheteurs nets.

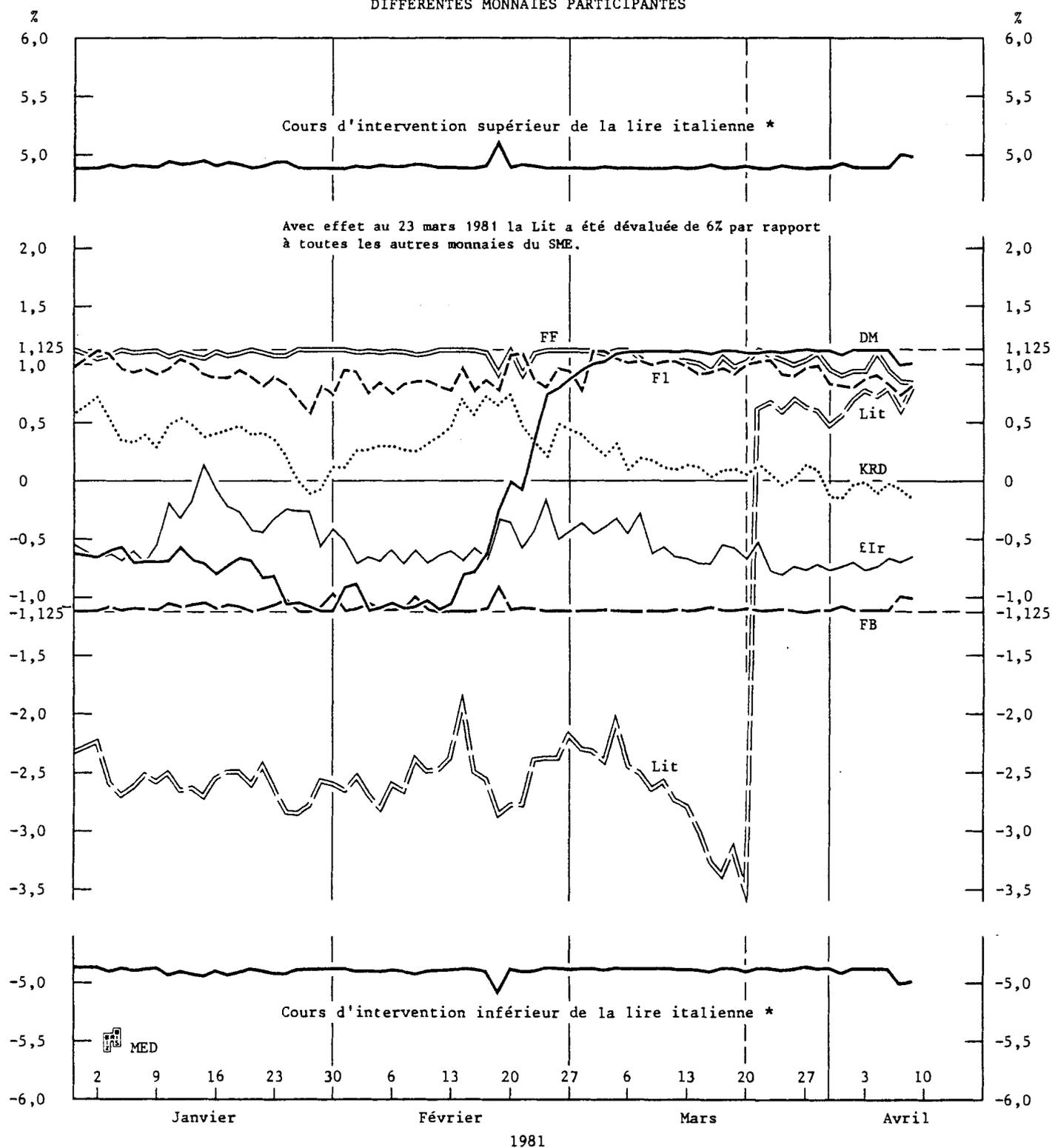
Les interventions en monnaies communautaires ont marqué une nette régression. Le soutien du franc belge contre deutsche mark, encore notable dans les trois premiers jours du mois, a complètement cessé depuis le 8 avril. Les ventes intramarginales de deutsche marks par la Banque de France se sont nettement réduites depuis le 2 avril.

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.

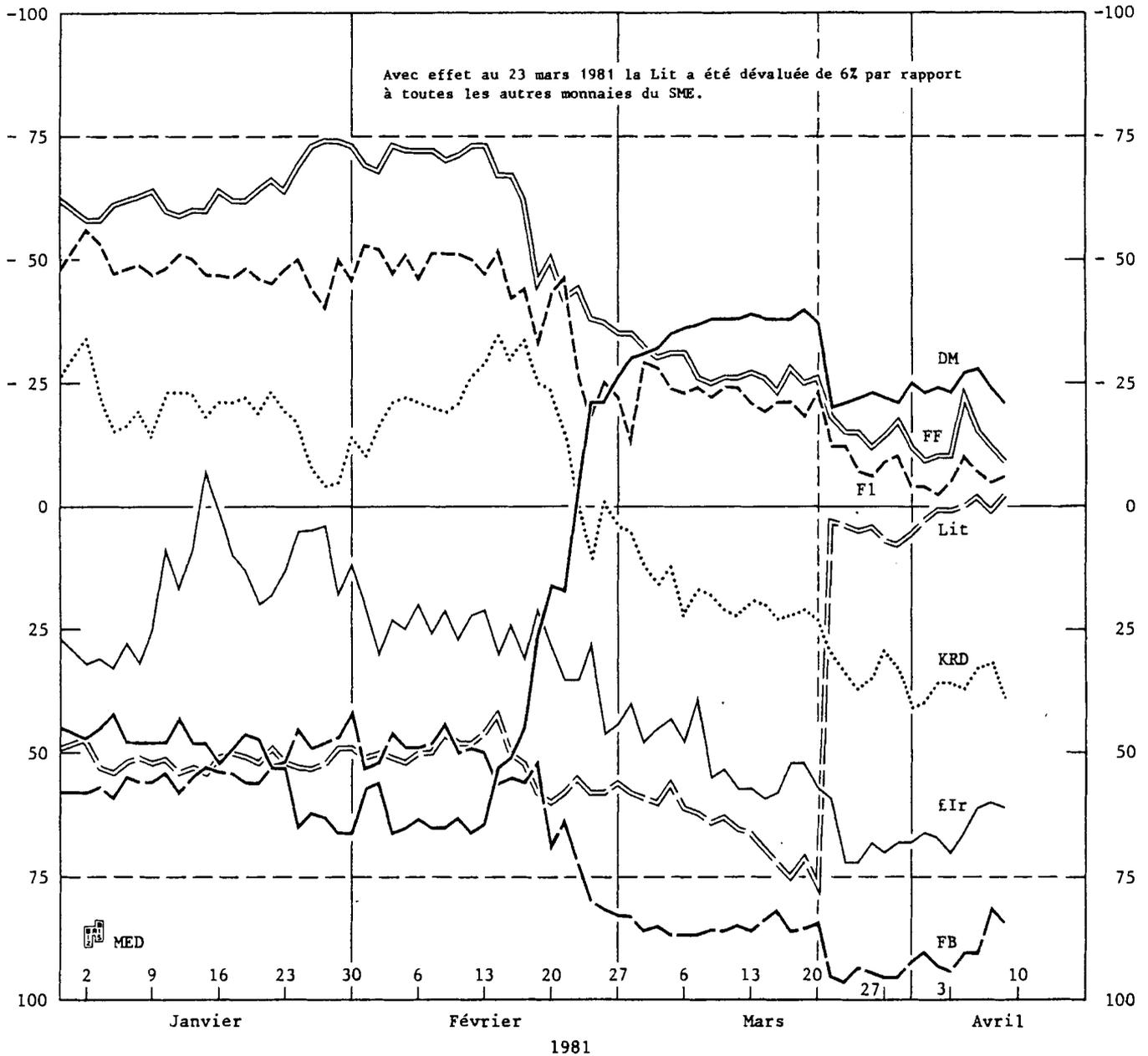
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME
CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES
DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 avril 1981

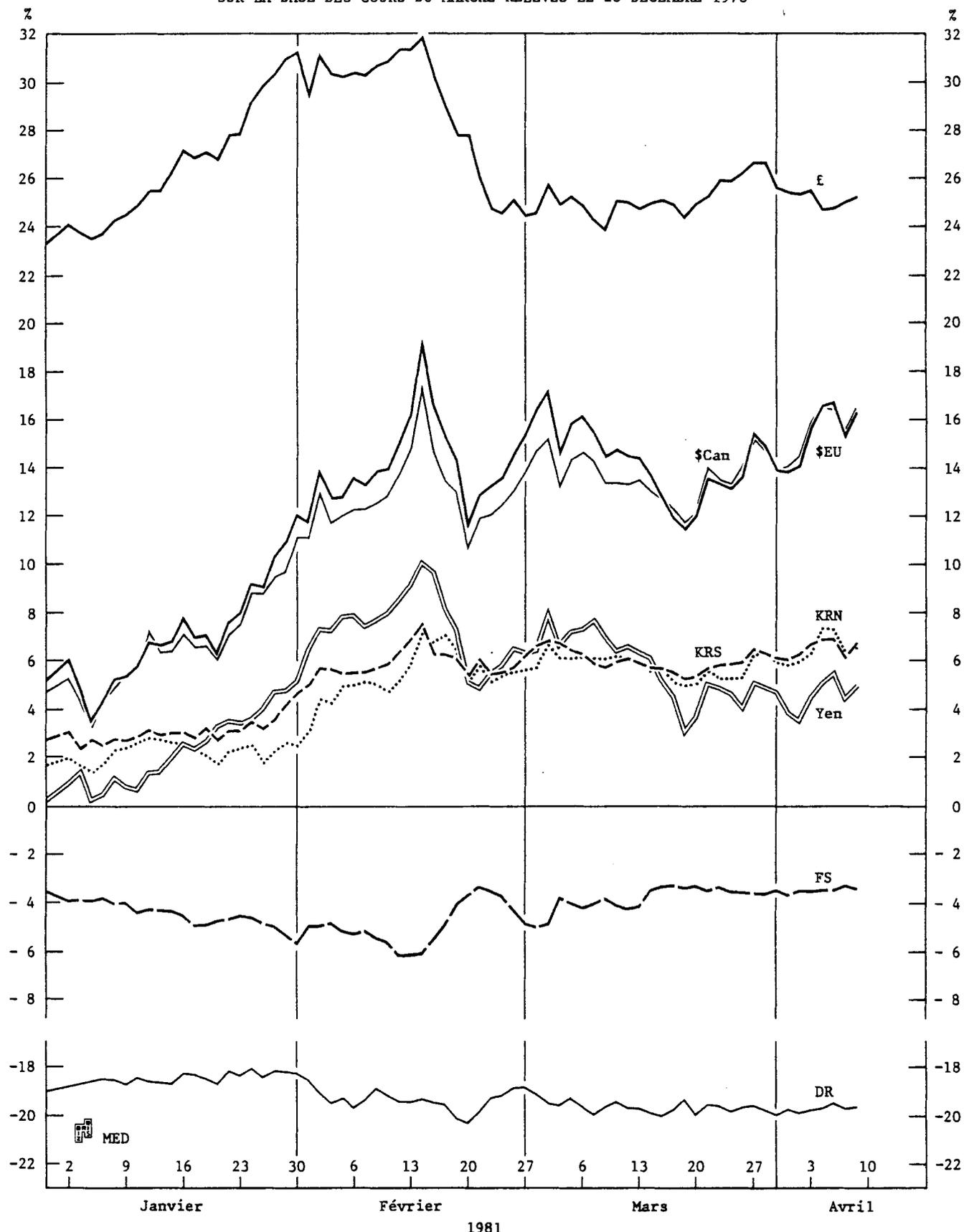
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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 avril 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 MARCHE RELEVES 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.

9 avril 1981