

PROCES-VERBAL*
DE LA 198e SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 9 JUILLET 1985 A 10 HEURES 30

Sont présents: le Président de la Nederlandsche Bank et Président du Comité, M. Duisenberg, accompagné par MM. Szász, Muller et Boot; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. Godeaux, accompagné par MM. Janson et Rey; le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke et Fischer-Erlach; le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Chalikias, accompagné par M. Papademos; le Gouverneur de la Banque de France, M. Camdessus, accompagné par MM. Waitzenegger et Cappanera; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Ó Cofaigh, accompagné par MM. O'Grady Walshe et Reynolds; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Dini et Maserà; le Gouverneur de la Bank of England, M. Leigh-Pemberton, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Directeur Général des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, M. Russo, accompagné par M. Mingasson; le Secrétaire du Comité monétaire, M. Kees; le Directeur Général de l'Institut monétaire luxembourgeois, M. Jaans. Assistent, en outre, MM. Dalgaard et Raymond, Présidents de 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. Bockelmann et Dagassan.

I. Approbation des procès-verbaux des 196e et 197e séances

Sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront insérés dans les textes définitifs, le Comité approuve à l'unanimité les procès-verbaux des 196e et 197e séances.

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 10 septembre 1985, présentant par rapport au projet quelques modifications de caractère rédactionnel.

II. Echange de vues sur le fonctionnement de la concertation intracommunautaire et sur l'évolution monétaire dans la CEE:

- Présentation par M. Dalgaard du rapport concernant l'évolution sur les marchés des changes des pays participant à la concertation au cours du mois de juin et des premiers jours de juillet 1985;
- Adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE;
- Série mensuelle de statistiques

M. Dalgaard commente brièvement le rapport annexé au procès-verbal. Puisque c'est la première séance après les amendements apportés à l'accord sur le SME, il signale que le taux d'intérêt applicable aux positions nettes en Ecus et au financement à très court terme se situe à 9% pour le mois de juillet, soit une hausse de un demi-point par rapport à juin qui reflète le réaménagement de la base de calcul. En fait, cette majoration est plus faible que ce qui était escompté lorsque l'idée de retenir les taux du marché monétaire a été avancée et cela tient au rétrécissement qui s'est produit depuis lors entre ces taux et les taux d'escompte. Cette nouvelle rémunération applicable à l'Ecu officiel est inférieure de un quart de point au taux du marché pour les dépôts à trois mois en Ecus, du fait que les taux du marché monétaire retenus sont généralement les plus faibles. Enfin, ce nouveau taux de 9% ne sera pas vraiment appliqué en juillet puisque la dernière position nette en Ecus a été liquidée en juin.

M. Szász indique que les Suppléants n'ont pas d'observations particulières à présenter sur le rapport dont ils recommandent l'adoption par le Comité.

Le Président constate que le Comité adopte le rapport qui sera transmis, comme d'habitude, aux Ministres des Finances.

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

A. Exposé de M. Raymond

La note remise aux Gouverneurs fait suite aux deux rapports spéciaux sur les finances publiques que le groupe d'experts a établis en 1981

et 1982; elle a essentiellement pour objet de mettre à jour les données statistiques concernant les finances publiques dans les pays membres et de commenter ces résultats. Il s'agit des chiffres, en général définitifs, de l'exercice 1984, ce qui signifie que la note représente plutôt une revue de l'année écoulée qu'une réflexion sur l'actualité récente.

Les conclusions des experts peuvent être résumées en deux phrases: premièrement, si des progrès ont été accomplis, c'est davantage pour le mode de couverture des dépenses publiques que pour leur montant, seuls les déficits ayant marqué une réduction globale; deuxièmement, la charge des intérêts est devenue très lourde en Europe au point d'atteindre 5% du produit intérieur brut consolidé de la CEE, soit l'équivalent du déficit public global dans la Communauté.

Les dépenses publiques n'ont pas évolué de façon uniforme, leur poids dans le PIB ne s'est réduit que dans cinq pays membres. La consommation publique a fléchi, les transferts et les dépenses en capital sont demeurés stables mais les paiements d'intérêts ont augmenté en pourcentage du PIB.

Les recettes se sont accrues, dans l'ensemble, plus rapidement que le PIB et que les dépenses, tantôt par suite d'un resserrement fiscal, tantôt comme une conséquence de l'amélioration des profits des entreprises.

Le besoin de financement s'est ainsi réduit dans tous les pays membres sauf un. Dans la majorité des cas, le financement par des moyens non monétaires a été maintenu ou accru. Dans trois pays cependant, le financement monétaire, soit interne, soit par les emprunts à l'étranger, est demeuré substantiel ou a augmenté.

La dette publique rapportée au PIB a continué de croître mais plus lentement en 1984 qu'en 1983. Dans trois pays, son montant est supérieur ou égal au PIB. Dans trois pays, dont deux des précédents, l'endettement en monnaies étrangères ne cesse de se développer au point d'atteindre, dans un pays membre, 50% du PIB.

Les implications politiques de ces faits sont diverses:

- bien que l'orientation des politiques budgétaires soit, en moyenne, plus rigoureuse, la situation actuelle ne paraît pas être soutenable à moyen terme dans plusieurs pays membres;

- les pays dont la situation est, de ce point de vue, la plus difficile n'enregistrent pas de progrès; certains même continuent de détériorer leurs finances publiques;
- étant donné le niveau élevé de la dette publique, il apparaît que dans beaucoup de pays de nouveaux déficits budgétaires ne sauraient exercer aucun effet de soutien sur l'activité et pourraient même se révéler contre-productifs, l'effet d'éviction jouant avec intensité.

En conclusion, les finances publiques demeurent un sujet préoccupant; dans plusieurs pays au moins les progrès accomplis ne sont pas visibles ou pas à la hauteur des intentions. L'amélioration des finances publiques appelle toujours avec autant de force des mesures structurelles mais celles-ci se révèlent très difficiles à mettre en oeuvre.

B. Exposé de M. Szász

Les Suppléants ont eu une discussion approfondie de la note du groupe d'experts, discussion qui peut être résumée sous trois titres.

1. La note traite essentiellement de l'évolution structurelle des finances publiques des pays de la CEE et en éclaire certaines tendances préoccupantes. Bien que 1984 ait apporté quelques améliorations dans la plupart des pays de la Communauté, on est encore loin des résultats qui étaient attendus. Dans certains pays, les déficits publics menacent de devenir insoutenables à la longue, par suite principalement des paiements d'intérêts croissants.

2. Les Suppléants ont évoqué la question de savoir si on pouvait prévoir une relance par le budget dans un pays comme l'Allemagne qui a déjà fortement avancé sur la voie de l'assainissement budgétaire. Cette question pourraient être posée surtout si la demande extérieure, sur laquelle repose encore la croissance en Allemagne, devait fléchir par suite d'un nouvel affaiblissement de l'économie américaine. Dans une situation de ce genre, n'aurait-il pas lieu effectivement de relancer la demande interne qui prendra la place d'une demande externe s'amenuisant? En fait, on s'est demandé si une action de ce type aurait une efficacité réelle ou si le gonflement du déficit budgétaire qu'elle entraînerait n'aurait pas un

effet psychologique défavorable poussant vers le haut les taux d'intérêt du marché financier. Ce danger pourrait être moins marqué si le ralentissement de la croissance aux Etats-Unis était accompagné d'une décrue des taux d'intérêt américains; il y aurait alors plus de marge pour une action modeste de relance budgétaire.

3. Les Suppléants ont examiné la suite à donner à la note des experts. Comme d'habitude, il y a lieu de la transmettre au Comité monétaire. En outre, les Gouverneurs pourraient envisager la possibilité de l'envoi d'une lettre aux Ministres dans laquelle le Président du Comité des Gouverneurs résumerait et mettrait en relief les conclusions principales de la note. Une procédure semblable a été suivie en 1984.

C. Discussion du Comité

M. Ciampi exprime sa reconnaissance à M. Raymond et aux experts pour la note qui, comme toujours, contient un matériel statistique intéressant et des considérations très valables sur l'évolution des finances publiques en Europe. Il présente quelques éléments supplémentaires sur l'Italie et quelques réflexions de caractère plus général. Des améliorations appréciables ont été réalisées récemment en Italie, notamment dans le domaine de l'inflation, où le taux s'est réduit, et dans la situation financière des entreprises; celles-ci utilisent aujourd'hui une forte partie des crédits bancaires pour financer la production et les investissements et non point pour éponger les pertes. En revanche, en dépit d'une sensibilisation aux effets dommageables d'un gros déficit budgétaire, il reste difficile de faire adopter des mesures concrètes. Ainsi, pour les six premiers mois de 1985, le besoin de financement de l'Etat a été d'un tiers supérieur à ce qu'il était au premier semestre de 1984. L'assainissement des finances publiques exigera donc une action déterminée de la part des pouvoirs publics: la fiscalité étant déjà très lourde, les possibilités de l'accroître sont limitées et les mesures devront porter essentiellement sur les dépenses, notamment de santé et de sécurité sociale où de gros déséquilibres existent.

L'action de la Banca d'Italia est délicate et soumise à une double contrainte: la nécessité de financer le déficit budgétaire et celle de limiter autant que possible le financement monétaire. D'autre part,

la demande interne tend à croître sous l'influence du déficit public; il s'en suit une détérioration de la balance des paiements avec, par exemple durant les cinq premiers mois de 1985, un taux d'accroissement des importations nettement supérieur à celui des exportations.

Le "Groupe Raymond" pourrait étudier dans ses travaux futurs la possibilité de perpétuer des situations dans les pays où les déficits du secteur public ont été fortement réduits ou se sont peut-être même transformés en excédent si on en exclut les paiements d'intérêt. Si effectivement, dans de tels pays, la demande interne devait rester faible, leurs excédents en compte courant s'accroîtraient, des implications sur les taux de change et des distorsions pourraient naître dont le SME souffrirait dans son ensemble. Dans son prochain rapport, le "Groupe Raymond" pourrait donc examiner les implications sur la demande de l'évolution des déficits publics bruts ou déduction faite des paiements au titre des intérêts.

M. Ciampi conclut en marquant son accord sur la transmission de la note au Comité monétaire et d'une lettre du Président du Comité aux Ministres.

M. Godeaux souligne que, comme à l'habitude, la note des experts est synthétique, objective et extrêmement intéressante. En Belgique, le solde à financer en termes de PNB s'est réduit faiblement mais les chiffres absolus restent très élevés et l'assainissement budgétaire ne sera probablement pas facilité par l'entrée dans une période électorale. Les efforts faits se traduisent néanmoins dans les statistiques et apparaissent même plus nettement si l'on tient compte de certaines particularités ou des données plus récentes pour 1985. Ainsi, l'allusion faite à l'importance du financement monétaire des pouvoirs publics (notamment à travers l'achat par la banque centrale du produit des emprunts publics à l'étranger), doit être tempérée par la disparition du concours indirect que la banque centrale apportait au Trésor, lorsque la hiérarchie des taux à court terme incitait les banques commerciales à escompter du papier pour souscrire des certificats de trésorerie. Par ailleurs, la structure de la couverture du déficit du Trésor s'est améliorée sensiblement au cours des cinq premiers mois de 1985. En effet, alors qu'en 1984 ce déficit avait été financé à concurrence de 2% par le recours à la banque centrale, de 31% par les emprunts publics en devises et de 67% par des sources non monétaires, au cours des cinq premiers mois de 1985 les proportions comparables s'établissent respectivement à -8%, 4% et 104%.

M. Godeaux précise qu'il n'a pas d'objection à la suggestion des Suppléants d'adresser aux Ministres une lettre du Président du Comité contenant les conclusions de l'échange de vues des Gouverneurs sur les finances publiques.

M. Ó Cofaigh souligne l'association apparemment surprenante en Irlande d'une dette publique, la plus importante de la CEE en termes de pourcentage du PNB, et d'une monnaie en haut de la bande de fluctuation du SME. L'ampleur de la dette inquiète la banque centrale et les autorités; toutefois, une évolution favorable s'est produite dans son financement dans la mesure où les emprunts à l'extérieur, qui représentaient 73% du déficit budgétaire total en 1981, n'en représentaient plus que 39% en 1984. En fait, les compressions des dépenses publiques réalisées en 1984 et 1985 ont été masquées par l'alourdissement de la dette résultant à la fois de l'impact des taux d'intérêt élevés et de la dépréciation de la livre irlandaise vis-à-vis du dollar, monnaie principale de l'endettement extérieur. La position de la livre irlandaise dans le SME s'explique essentiellement par le niveau élevé des taux d'intérêt internes qui a été toléré, voire encouragé. Ce niveau a suscité des entrées de capitaux importantes et a permis de réduire considérablement, depuis le début de 1985, les interventions intramarginales de soutien de la livre. Pour la première fois depuis quinze ans, le commerce et les invisibles enregistrent un excédent et, sans les sorties au titre du service de la dette et du rapatriement des bénéficiaires d'entreprises étrangères, la balance des paiements serait en excédent cette année. Un déficit externe d'environ 4 3/4% du PNB devrait être observé en 1985, mais en 1981 il était de plus de 13% du PNB.

M. Ó Cofaigh marque son accord sur la transmission de la note des experts au Comité monétaire et d'une lettre du Président aux Ministres.

M. Leigh-Pemberton reconnaît que la maîtrise des dépenses publiques est une tâche très difficile. Il conviendrait de profiter de l'amélioration de la conjoncture pour s'attaquer aux déséquilibres structurels des budgets. A cet égard, la note des experts ne rend pas assez hommage au fait que l'ensemble des pays de la CEE ont réussi à maintenir stable depuis 1981 la consommation publique exprimée en pourcentage du PIB. Certes, dans certains pays, l'alourdissement de la dette est inquiétante et, avec 10% du revenu national, les paiements d'intérêts ont atteint une cote d'alerte et nécessitent une action énergique qui permettrait aussi de faire baisser les taux d'intérêt.

Au Royaume-Uni, la réduction progressive du solde à financer par rapport au PIB demeure une partie intégrante de la stratégie à moyen terme même si, pour l'exercice 1984-1985, elle n'a pas été réalisée par suite notamment de l'effet de la grève des mineurs. Pour l'exercice en cours, le solde à financer serait équivalent à 2% du PIB au lieu de 3% ces dernières années et un pourcentage bien plus élevé lors des années antérieures. Tout dépendra du succès que le gouvernement pourra enregistrer dans le maintien du volume des dépenses publiques; dans certains domaines, par exemple l'éducation, la santé et d'autres services publics, la compression des dépenses est très mal accueillie et constitue certainement une question politique de premier rang.

M. Camdessus juge la note des experts excellente et approuve l'envoi d'une lettre aux Ministres. L'évolution en France illustre bien la difficulté qu'il y a à chercher à redresser les finances publiques dans une situation de faible croissance. Depuis la fin de 1982, le gouvernement a fait des efforts pour ralentir le rythme de progression des dépenses et ces efforts se sont traduits par une réduction du besoin de financement de 3,3% du PIB en 1983 à 2,8% en 1984. Pour 1985, un objectif ambitieux de diminuer de 1% le taux des prélèvements obligatoires a été annoncé mais sa réalisation semble assez improbable étant donné que les espoirs en matière de croissance risquent de ne pas être satisfaits.

M. Camdessus présente les quelques mesures de politique monétaire qui viennent d'être prises en France pour contrecarrer le dérapage de la croissance monétaire (depuis septembre 1984, le taux d'accroissement de l'agrégat M2R se situait sur un plateau de l'ordre de 8%, alors que l'objectif est de 4 à 6%). Trois mesures ont été prises qui s'appliquent chacune aux trois contreparties de la masse monétaire. Le principal dérapage est venu du financement du déficit du Trésor: l'objectif était de ne pas avoir en 1985 un financement monétaire supérieur à 30 milliards de francs, or un chiffre de 55 milliards a été enregistré pour les quatre premiers mois du fait que le Trésor a moins emprunté sur le marché des obligations, en partie pour ne pas faire monter les taux. Le gouvernement est convenu de revenir au-dessous de la cible de 30 milliards et il y aura donc de ce côté-là une réduction de la masse monétaire de 25 milliards. Du côté de la contrepartie extérieure, où existait la menace d'une création monétaire excessive de l'ordre de 10

milliards de francs, le gouvernement a accepté de réduire les emprunts à l'étranger ou de procéder à des remboursements anticipés pour assurer la neutralité de la contrepartie extérieure. Enfin, suite au léger dérapage des crédits bancaires à l'économie, en progression de 7% au lieu de 4 à 6%, les bases de référence du nouveau système de régulation ont été réduites et les banques n'auront que très peu de marge pour accroître leurs crédits au cours du second semestre.

L'adoption de ce petit paquet de mesures devrait permettre de garder le contrôle de la croissance de la masse monétaire et de poursuivre la baisse des taux d'intérêt au fil de la désinflation constatée.

M. Pöhl indique que la note des experts est comme toujours fort bien élaborée et qu'il n'a pas d'objection à sa transmission au Comité monétaire ainsi qu'à l'envoi d'une lettre aux Ministres; il présente quelques commentaires sur la situation en Allemagne et sur une question évoquée par les Suppléants, à savoir la possibilité d'une relance budgétaire en RFA. Cette question se pose d'autant plus aujourd'hui que les excédents des comptes extérieurs ont augmenté ces derniers mois, tant à l'égard des Etats-Unis que d'autres pays, et que la politique de rigueur budgétaire suivie depuis quelques années a permis de réduire sensiblement le déficit (actuellement 1,5% du PIB). Il existe donc une certaine marge sur le plan budgétaire qui pourrait être exploitée mais il faut tenir compte des différents éléments ci-après. Les impôts sur le revenu vont être abaissés de 11 milliards de DM au 1er janvier 1986. Cet allègement fiscal est appréciable et aura des effets sur les partenaires commerciaux, puisque en RFA un tiers des revenus supplémentaires sont normalement satisfaits par les importations. Un chiffre de 20 milliards avait été évoqué mais il n'a pas été retenu; de toute manière, une différence de 9 milliards est sans commune mesure pour compenser une baisse de la demande américaine. En fait, il est essentiel de ne pas remettre en cause les résultats qui ont été obtenus grâce à la politique de consolidation, et d'éviter de refaire les erreurs de 1978. L'action menée a permis de reconstituer la confiance dans l'économie et dans les marchés financiers et a permis, en particulier, un décrochage des taux d'intérêt par rapport aux taux américains. Ainsi, les taux à long terme ont baissé (ils sont inférieurs à 7%) et le repli des taux à court terme pourrait encore s'accroître. Le rythme d'inflation est d'environ 2% et la croissance monétaire se situe parfaitement dans la fourchette-objectif.

Sans encouragement particulier ou régulier, les entrées de capitaux à long terme se sont développées, essentiellement en provenance de la zone dollar; elles ont atteint 2,5 milliards de DM en mai et semblent s'être poursuivies en juin, alors que les mesures de déréglementation prises en mai faisaient escompter des sorties de capitaux. Malgré ces afflux et une balance des paiements confortable, le DM est resté relativement faible au sein du SME; il est vrai que les opérateurs exploitent les différentiels de taux d'intérêt importants qui existent entre les pays participant au système et qui contribuent à stabiliser celui-ci.

M. Pöhl souligne que le but à long terme de la politique budgétaire en Allemagne est de réduire la part de l'Etat dans le produit national, essentiellement en freinant des dépenses. Cette part qui avait fortement augmenté a quelque peu diminué. Une telle action porte déjà ses fruits, notamment pour ce qui est des investissements privés qui devraient s'accroître de 10% en termes réels par rapport à 1984. Ainsi, la stratégie de taux d'intérêt bas, d'encouragement des investissements privés et de création d'emplois durables et rentables apparaît bien préférable à une injection de fonds publics dans des dépenses à la productivité faible et incertaine.

M. Chalikias rend hommage à la qualité de la note des experts et fournit quelques précisions concernant son pays. En Grèce, le besoin de financement exprimé en pourcentage du PIB a effectivement augmenté en 1984. Des progrès appréciables avaient été faits en 1982 et 1983, mais un certain relâchement s'est produit, notamment pour des raisons politiques (élections européennes et nationales). Une plus grande discipline budgétaire est attendue et le gouvernement a annoncé un programme de stabilisation. D'autres facteurs ont aussi joué et ont contribué à la détérioration du budget public. Ainsi, la décision d'augmenter de trois points le taux des bons du Trésor en février 1984 a alourdi le coût de la dette publique, mais c'était une réforme indispensable pour réduire le degré de monétisation de la dette et pour rendre plus efficaces les actions de politique monétaire. L'appréciation du dollar en 1984 a également alourdi le service d'une dette extérieure très largement libellée en dollars. Enfin, le compte de gestion pétrolier s'est déséquilibré en raison de l'enchérissement du dollar qui n'a pas été répercuté sur la consommation pour des raisons en grande partie politiques. Le financement du budget par la banque centrale a certes augmenté

entre 1983 et 1984 mais il est très nettement inférieur à ce qu'il était en 1980, 1981 et 1982, ce qui montre que des progrès ont été accomplis depuis trois ou quatre ans.

M. Russo indique que la note des experts arrive à un moment opportun où la Communauté réfléchit à la question des finances publiques et aux orientations à prévoir dans ce domaine. La question la plus intéressante est sans doute celle concernant l'action à entreprendre dans les pays où une marge de manoeuvre a été retrouvée. Ces pays ne sont pas nombreux dans la CEE et en outre l'efficacité de la politique budgétaire dépend largement de la flexibilité du marché de l'emploi. En fait, l'approche à moyen terme devrait absolument être gardée, c'est-à-dire qu'il faut continuer à prendre des mesures pour désengager l'Etat et il ne faut pas faire repartir la dépense publique qu'il serait très difficile de comprimer après coup. Par ailleurs, la faible croissance fait hésiter à relancer les investissements privés nécessaires pour se libérer au moins des contraintes tenant à la capacité de production. Comparée à 1978, la situation actuelle est différente: sur le plan extérieur, les prix des matières premières sont faibles, ceux du pétrole ont baissé et les pressions inflationnistes liées au niveau du dollar s'amenuisent. Sur le plan interne, les marges de main-d'oeuvre sont amples, l'inflation est généralement modérée, la politique monétaire reste prudente et la nécessité de faire des ajustements structurels est très largement admise. En outre, les actions éventuellement entreprises ne seraient pas isolées mais coordonnées avec des différenciations selon les pays pour tenir compte que les points de départ ne sont pas les mêmes. Si la situation américaine devait se détériorer sensiblement, des adaptations additionnelles seraient nécessaires. Même si la coordination des politiques budgétaires n'est pas facile, il faut la développer car, faute d'un infléchissement à temps du chômage - chômage qui est de plus en plus insupportable -, le risque existe que des politiques non coordonnées fassent repartir l'inflation.

M. Hoffmeyer suggère de modifier légèrement dans la note des experts les considérations ayant trait à l'impact sur la charge de la dette du secteur public de l'évolution comparée des taux d'intérêt et du PIB (cf. dernier paragraphe du texte principal de la note); il considère en effet qu'on devrait retrouver dans ce paragraphe de conclusions ce qui est dit dans le chapitre I au titre des paiements d'intérêts. En outre, le risque

d'éviction du secteur productif, qui est mentionné également dans les implications pour la politique économique, est certainement vrai sur le plan du principe mais n'est pas nécessairement réel. Au Danemark, par exemple, l'éviction ne s'est pas produite du fait d'importants afflux de capitaux étrangers. Ces entrées ont été si importantes qu'elles ont plus que compensé le déficit de la balance courante et qu'elles ont nécessité un changement de la politique monétaire visant notamment à réduire les écarts de taux d'intérêt.

En se référant aux propos de M. Pöhl, M. Hoffmeyer fait observer qu'en Allemagne le taux de croissance est inférieur au taux potentiel et que la moitié de la croissance est alimentée par les exportations, ce qui n'est pas sans créer quelques difficultés chez certains partenaires.

M. Pöhl reconnaît que jusqu'à présent la croissance en Allemagne a reposé largement sur les exportations et que ce n'est pas, effectivement, une situation soutenable à long terme. Toutefois, cette situation est en train de changer, la demande interne se reprend, surtout dans le domaine des investissements, et il est espéré que la consommation privée se redressera aussi. S'agissant des différentiels de taux d'intérêt, M. Pöhl comprend les raisons internes qui expliquent au Danemark les réticences pour faire baisser les taux d'intérêt, mais il se demande si ces taux ne devront pas baisser encore plus fortement dans le cas où les taux en Allemagne et dans d'autres pays fléchiraient simultanément.

M. Hoffmeyer précise que les autorités ont fait baisser les taux d'intérêt danois de 2 points et demi depuis trois ou quatre mois et que le différentiel est en train de se réduire. En raison de considérations politiques, la banque centrale procède par paliers mais la politique monétaire prend certainement un nouveau tournant au Danemark.

M. Raymond indique que la remarque de M. Hoffmeyer concernant une certaine contradiction entre deux passages de la note du groupe d'experts est justifiée et que les termes des conclusions sur les taux d'intérêt seront atténués.

Le Président remercie et félicite M. Raymond et le groupe d'experts pour l'excellent travail accompli; il note:

- l'étude complémentaire souhaitée par M. Ciampi sur les déficits publics calculés bruts et nets des paiements d'intérêts et les implications sur la demande;

- l'accord des Gouverneurs au sujet de la transmission du document du groupe d'experts au Comité monétaire et de l'envoi d'une lettre du Président aux Ministres reprenant les points principaux de ce document.

IV. Poursuite de la discussion sur les perspectives à long terme du SME et de l'Ecu sur la base d'un rapport oral du Président du Comité des Suppléants

Le Président rappelle qu'il a assisté à la session de juin du Conseil ECOFIN au cours de laquelle il a présenté le rapport oral sur les perspectives à long terme du SME qu'il avait diffusé préalablement aux Gouverneurs. Après cette session, le Ministre Gorla a adressé au Président du Conseil européen un rapport oral* sur les suites à donner aux questions relatives au SME; ce rapport oral a été remis aux Gouverneurs à Bâle. Le Président fait distribuer en séance un texte* constituant son bref compte rendu rendu de la discussion du Conseil ECOFIN de juin sur le SME; il invite M. Szász à faire part des discussions des Suppléants.

M. Szász indique que les Suppléants ont procédé à une première discussion du rôle que l'Ecu pourrait jouer en tant qu'actif de réserve international. Ce rôle a été mentionné aussi bien par le Président Delors que par le Ministre Gorla dans son résumé du Conseil ECOFIN de juin, qu'il a présenté au Conseil européen de Milan. Ce rôle a été mentionné aussi, implicitement, par le Ministre Bérégovoy qui, d'après des indications de la presse, a présenté un système à trois pôles; dollar, yen et Ecu, au cours d'une conférence de presse à Tokyo, à la suite de la réunion ministérielle du Groupe des Dix. Lors de la séance des Suppléants d'hier, il a été jugé assez difficile d'avoir une vue claire sur les avantages ou sur les conditions de la transformation de l'Ecu en un actif de réserve international, aussi longtemps que ceux qui sont en faveur d'un tel processus ne défendent pas le dossier à ce propos. Il semble que les autorités sont moins réservées lorsqu'il s'agit de présenter leurs idées en dehors de notre groupe qu'à l'intérieur. De ce fait, les Gouverneurs ou les Suppléants dont les autorités exposent leurs vues dans des publications pourraient envisager de les présenter aussi dans notre cercle, de façon à disposer d'un point de départ plus solide pour les discussions.

* Les textes sont annexés au présent procès-verbal.

Les Suppléants sont convenus de demander au "Groupe Dalgaard" de passer en revue les développements qui se sont produits dans les marchés de l'Ecu privé depuis la sortie du Rapport No 51 en mars 1984. Le mandat d'étude qui a été retouché par les Suppléants hier a été remis aux Gouverneurs et il a été proposé au "Groupe Dalgaard" d'être souple aussi bien en ce qui concerne la composition du groupe que l'interprétation du mandat (par exemple, s'ils l'estiment utile et pertinent, les experts pourraient se saisir de points qui ne sont pas mentionnés expressis verbis).

Enfin, il a été suggéré de considérer, en septembre, la constitution d'un groupe de travail qui examinerait des questions techniques précises mais discuterait aussi à la fois d'objectifs à plus long terme et la possibilité de nouveaux petits pas destinés à accroître le rôle de l'Ecu dans le cadre institutionnel et juridique existant. A cet égard, il a été fait valoir par certains Suppléants que toute nouvelle initiative visant à développer le rôle de l'Ecu dépendrait entre autres choses de la question de savoir pourquoi elle devrait être prise. C'est précisément la raison pour laquelle les Gouverneurs avaient mis à l'ordre du jour cette question des perspectives à long terme du SME et de l'Ecu. Les Suppléants sont convenus de revenir en septembre sur ce sujet, tant sur le fond que sur la procédure.

Le Président remercie M. Szász pour ce rapport intérimaire et encourage les Suppléants à poursuivre dans la voie annoncée.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité:

- Nouvelle édition du livret contenant les textes relatifs au SME

Le Président rappelle que les Suppléants ont examiné cette question, notamment le contenu de la nouvelle édition, et recommandent la sortie d'une version mise à jour des textes relatifs au SME; il constate l'accord du Comité pour publier dès que possible la nouvelle édition du livret paru en 1979.

- Participation des représentants de la Banque d'Espagne et de la Banque du Portugal aux séances du Comité et "dimension" de ces dernières

Le Président rappelle que, juste avant la présente séance, les Gouverneurs ont procédé à un échange de vues en formation restreinte sur ces questions et ont abouti aux conclusions ci-après.

1) Les représentants de la Banque d'Espagne et de la Banque du Portugal seront invités à assister, dès septembre, à titre d'observateurs aux séances du Comité; le Président adressera une lettre d'invitation officielle aux deux Gouverneurs intéressés.

2) La présence de deux nouvelles banques centrales nécessite certaines adaptations concernant l'assistance aux séances et les Gouverneurs sont convenus des dispositions pratiques suivantes:

- les 27 places existant autour de la table seront occupées par:
 - . les 11 Gouverneurs et les 11 Suppléants,
 - . le représentant du Luxembourg, M. Jaans,
 - . le membre de la Commission chargé des questions monétaires, ou son représentant,
 - . le Secrétaire Général du Comité, M. Morelli,
 - . le Conseiller économique de la BRI, M. Bockelmann,
 - . la 27e place sera occupée, alternativement, par les présidents des groupes d'experts lorsqu'ils présentent un rapport;
- à l'arrière pourront siéger:
 - . 1 troisième participant pour chaque banque centrale,
 - . 1 Suppléant pour la Commission,
 - . le Secrétaire du Comité monétaire,
 - . le ou les présidents de groupes d'experts,
 - . les membres du Secrétariat du Comité,
 - . le représentant de l'Agent du FECOM.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle, le mardi 10 septembre 1985 à 10 heures.

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

JUIN 1985

Le présent rapport résume l'évolution du marché des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation*, ainsi que les interventions de celles-ci durant le mois de juin et les premiers jours de juillet 1985.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

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

- fluctuations relativement faibles du cours du dollar EU;
- stabilité de la situation au sein du SME avec des relations de change quasiment inchangées;
- persistance d'une tendance à l'affermissement de la livre sterling.

Le dollar EU a fluctué étroitement en juin et a fléchi de quelque 1% par rapport aux grandes monnaies au cours de la période sous revue. Les opérations effectuées aux Etats-Unis durant le mois, de la part surtout des entreprises, ont été généralement modestes. Les opérateurs sur le marché

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

ont continué à envisager la possibilité d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire, à la suite surtout de nouvelles indications témoignant de la faiblesse de l'activité économique et de l'ampleur des importations nettes. Cependant, le dollar s'est montré résistant - d'une part, à cause des préoccupations suscitées par les implications pour la politique monétaire américaine d'une croissance monétaire supérieure à l'objectif et d'un chiffre estimé plus élevé que prévu pour le PNB au deuxième trimestre et, d'autre part, en raison des doutes sur la vigueur des autres économies et d'anticipations d'une baisse des taux d'intérêt à l'étranger en cas de fléchissement du dollar et des taux aux Etats-Unis.

Au sein du SME, la situation est restée calme et sans tensions. Les positions des monnaies participant au mécanisme de change n'ont que très faiblement varié, sous l'effet en partie d'interventions effectuées par certaines banques centrales du SME, à savoir des achats de deutsche marks à l'intérieur des marges et, de façon croissante, durant la seconde quinzaine, des achats de dollars.

Le deutsche mark s'est apprécié d'environ 1% par rapport au dollar EU et est parvenu à peu près à maintenir sa position à l'égard des autres monnaies du SME. Il n'a enregistré un déclin un peu plus prononcé que vis-à-vis de la livre sterling. L'évolution du cours de change du deutsche mark, considérée dans l'ensemble comme tout à fait stable, a permis à la Deutsche Bundesbank de poursuivre sa politique de légère réduction des taux.

Le franc français est demeuré ferme au sein du Système monétaire européen, s'inscrivant notamment en léger progrès vis-à-vis du deutsche mark. Les opérations de la clientèle résidente ont été équilibrées, alors que persistait la demande de francs de l'étranger.

La lire italienne a maintenu sa position au sein de la bande. La Banca d'Italia est intervenue sous la forme d'achats de monnaies en raison d'entrées de fonds de caractère saisonnier.

A un mois d'intervalle, la position du franc belge est inchangée.

Le florin néerlandais est demeuré stable dans la moitié inférieure de la bande et s'est situé à proximité de sa parité bilatérale avec le deutsche mark.

La couronne danoise est restée relativement forte au sein du SME, le déficit de la balance des paiements courants continuant à être plus que compensé par des entrées de capitaux privés.

La livre irlandaise est demeurée stable au sommet de la bande étroite tout au long du mois. La Central Bank of Ireland a abaissé à deux reprises le taux de ses avances à court terme, de 12 3/4% à 12 1/2%, le 17 juin, puis à 12%, le 20 juin.

La livre sterling s'est montrée généralement ferme, sous l'effet du niveau relativement élevé des taux d'intérêt au Royaume-Uni. Elle a commencé par fléchir du fait de la brève réapparition de préoccupations concernant les prix du pétrole, pour se redresser ensuite lorsque le marché a réalisé qu'une réduction générale des taux d'intérêt internes n'interviendrait pas dans un avenir proche. La livre a clôturé le mois à 81,3, soit en hausse de 1,25% sur la base de son indice pondéré (niveau le plus élevé depuis seize mois).

La drachme grecque s'est appréciée de 0,2% par rapport au dollar EU et dépréciée de 0,9% vis-à-vis de l'Ecu; elle a fléchi de 0,5% sur la base de son taux effectif.

Le franc suisse s'est légèrement raffermi par rapport aux monnaies européennes en raison du rétrécissement des écarts de taux d'intérêt.

La couronne norvégienne s'est quelque peu affaiblie en termes effectifs. L'excédent sur le marché des changes a cependant été légèrement plus élevé en juin qu'en mai.

La couronne suédoise a fait preuve d'une fermeté continue et son indice s'est replié de 133,2 à 132,4. Le 27 juin, la Sveriges Riksbank a décidé de modifier les limites, qui n'étaient pas officiellement publiées jusqu'alors, de son indice, en les fixant à 130-134 au lieu de 129-135, et en même temps de les annoncer au public. Le rétrécissement des limites implique que les fluctuations seront limitées à 1,5% maximum (2,25 auparavant) au-dessous et au-dessus de 132, base de référence.

Le dollar canadien s'est apprécié par rapport au dollar EU tout au long du mois, sous l'effet d'achats de la monnaie liés à des opérations de caractère commercial, de la persistance d'écarts de taux d'intérêt positifs en faveur des placements au Canada et de la tendance généralement plus faible du dollar EU. Par rapport aux autres grandes monnaies, le dollar canadien n'a pas varié ou s'est légèrement renforcé.

Le yen japonais s'est raffermi de 1,1% par rapport au dollar EU au mois de juin, bien qu'une forte accélération des placements en titres étrangers de la part des résidents ait différé une nouvelle hausse du yen. Cette appréciation a été due à des ventes de dollars à la fois par les exportateurs et par les non-résidents, dans l'anticipation d'un nouvel assouplissement monétaire aux Etats-Unis, qui ont permis au yen de se hisser au niveau de 246 le 19 juin. Vis-à-vis des principales monnaies européennes, le yen n'a cependant guère varié.

II. INTERVENTIONS

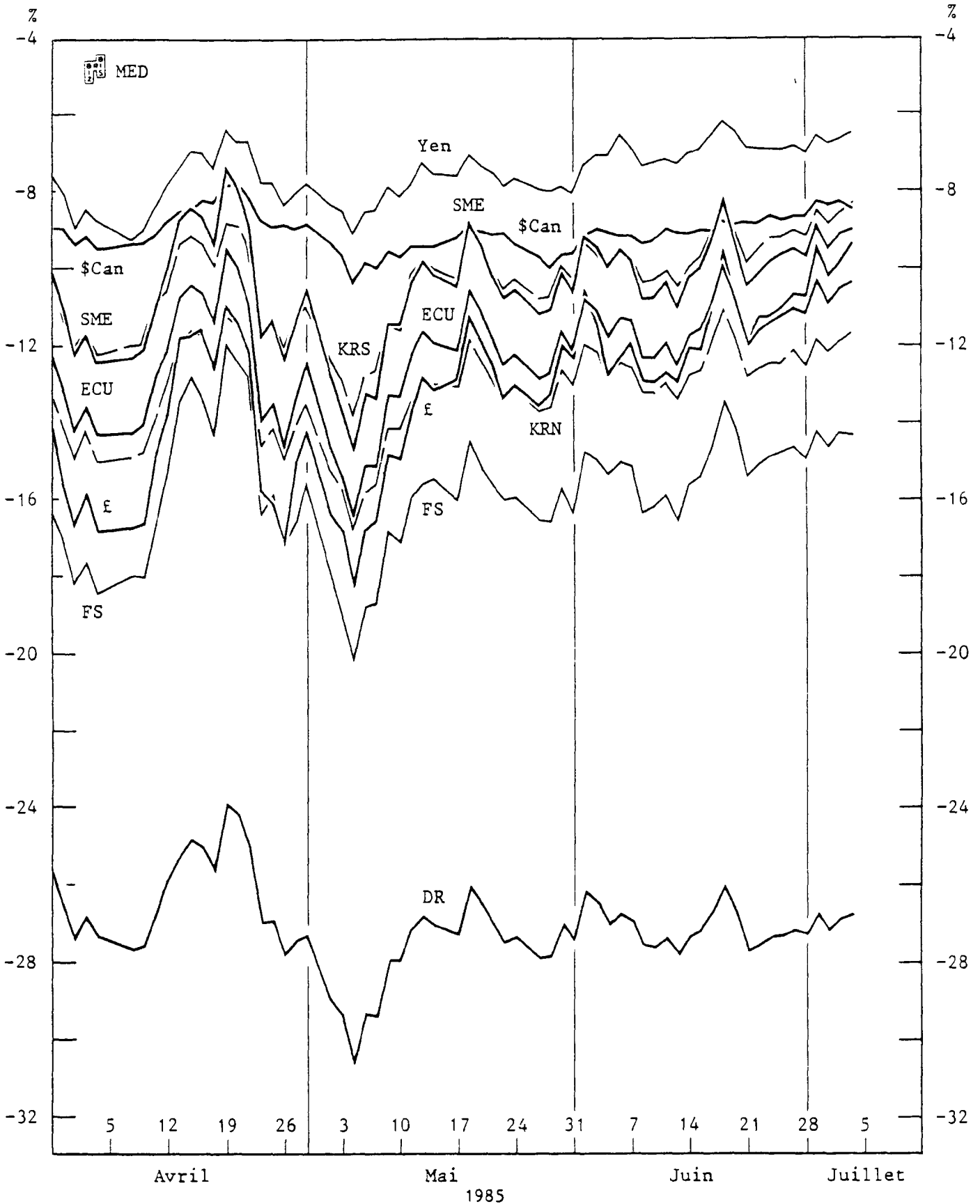
En juin, les banques centrales ont effectué \$EU 2,2 milliards d'achats nets de dollars, contre \$EU 0,8 milliard en mai. Le chiffre net de juin se décompose en \$EU 2,7 milliards d'achats bruts et \$EU 0,5 milliard de ventes brutes. Les principaux acheteurs nets ont été la Sveriges Riksbank et la Banque de France.

Les interventions brutes en monnaies communautaires ont atteint la contre-valeur de \$EU 0,8 milliard, contre \$EU 1,7 milliard en mai. Elles ont consisté uniquement en achats de deutsche marks à l'intérieur des marges, qui ont été effectués principalement par la Banca d'Italia, la Danmarks Nationalbank et la Banque de France.

III. PREMIERS JOURS DE JUILLET

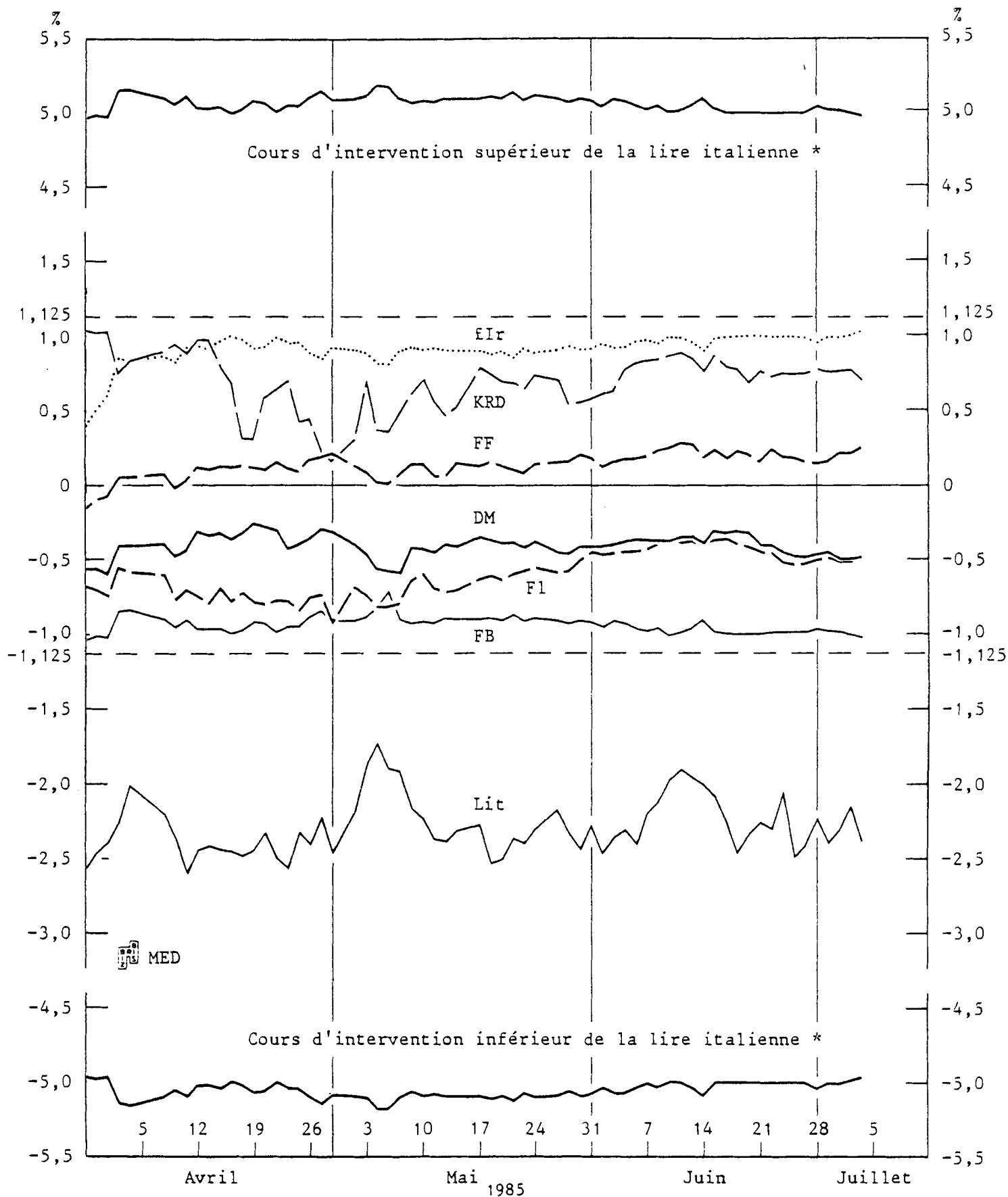
Durant la première semaine de juillet, la situation a continué de se calmer sur le marché des changes. De nouveau en léger repli, le cours du dollar n'a fluctué que très faiblement. Au sein du SME, le calme a également continué de régner. Le cours de la livre sterling a atteint un nouveau maximum pour l'année.

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 30 DECEMBRE 1983 VIS-A-VIS DU \$EU *



* ECU 0,82737; £ 0,68970; DR 98,8401; \$Can 1,2452; FS 2,1805; Yen 231,75; KRS 8,0085; KRN 7,7125; cours médian des monnaies participant au SME 0,8149. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollars EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours-pivots bilatéraux actuels.

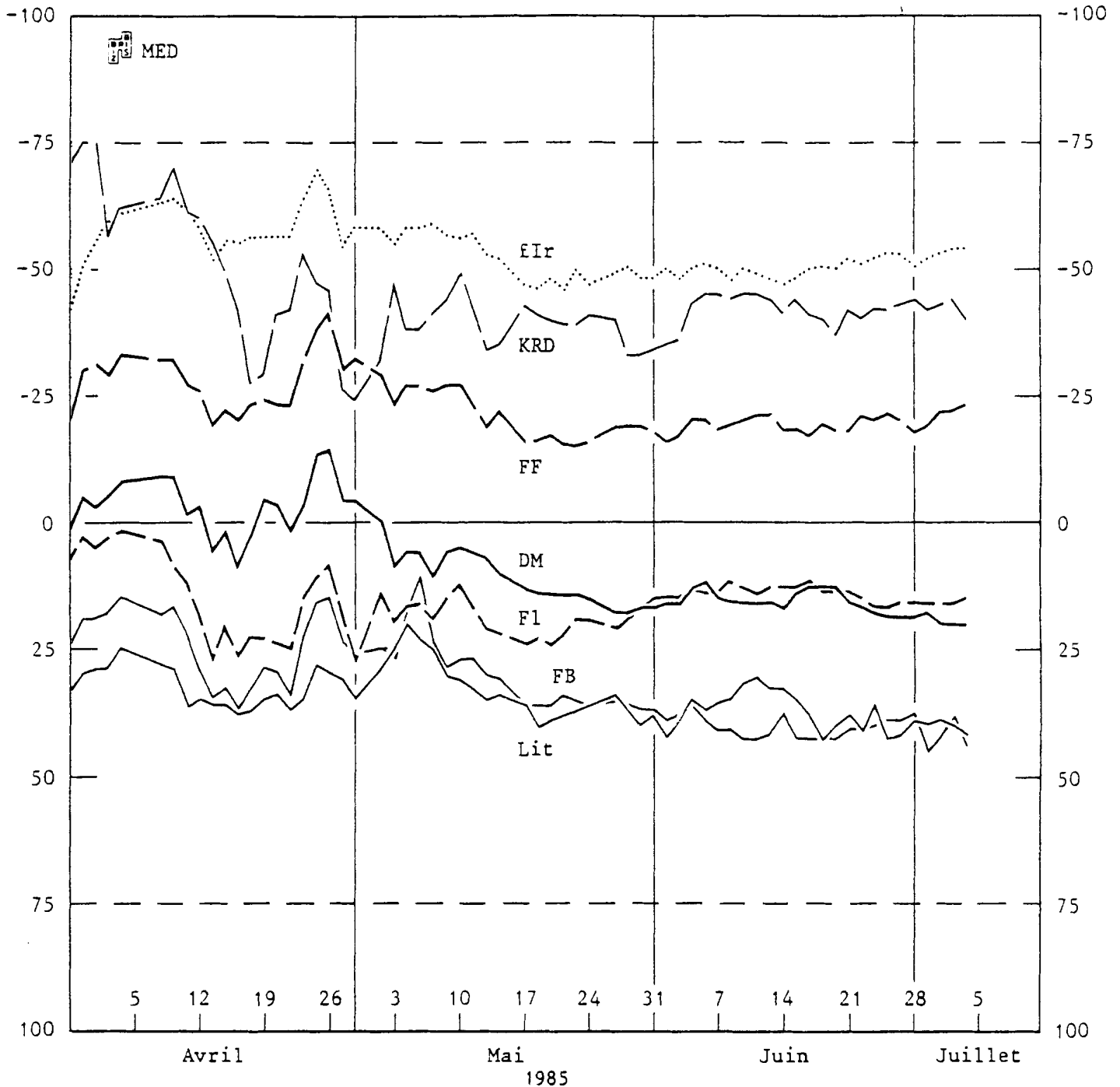
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME CALCULES SUR LA BASE
DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



* 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 $\pm 2,25\%$.

4 juillet 1985

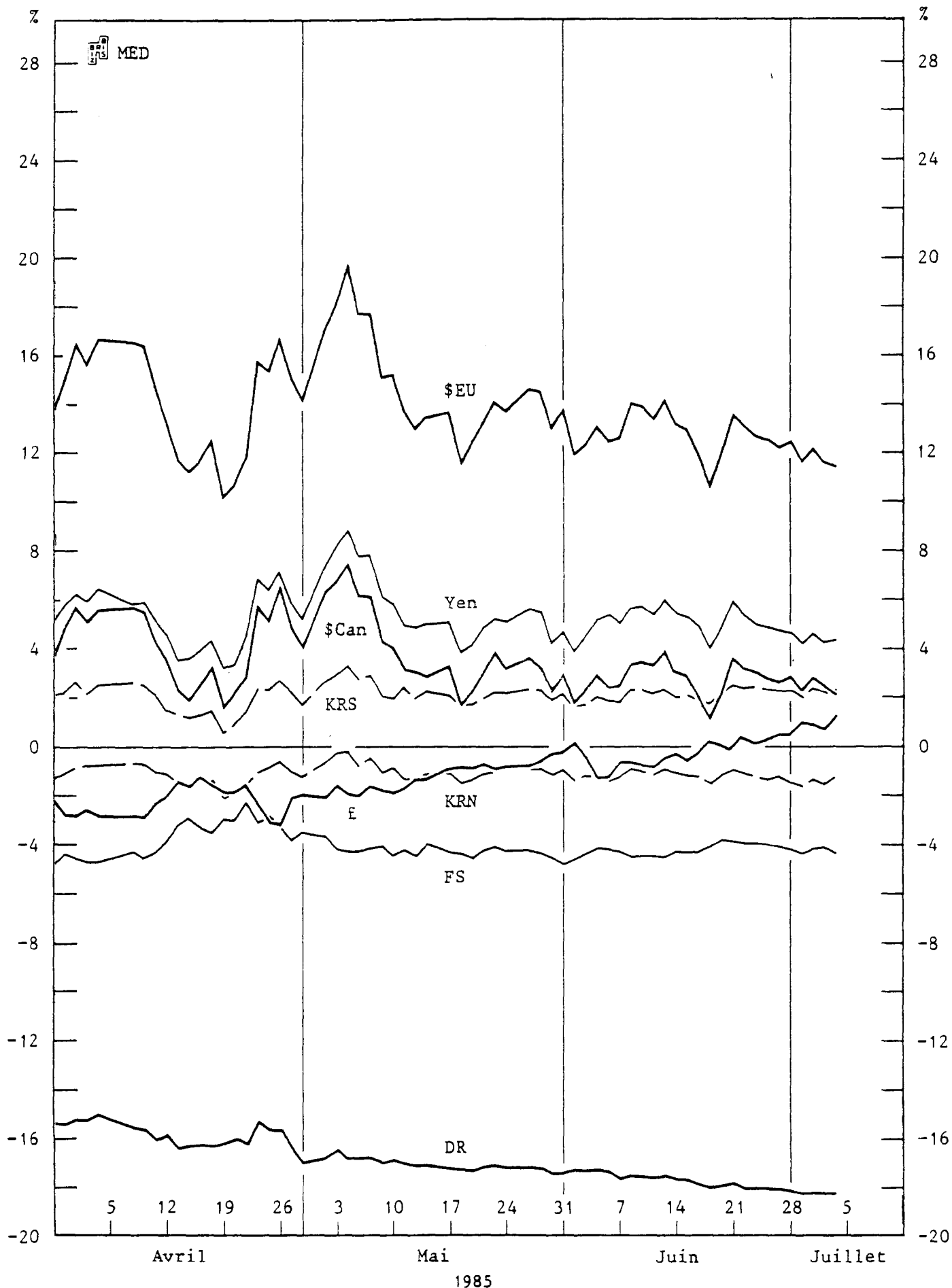
EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE *



* 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.

4 juillet 1985

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING, DE LA DRACHME ET DES MONNAIES DES
BANQUES CENTRALES HORS CEE PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A
L'ECU SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 30 DECEMBRE 1983 *



* £ 0,5706; DR 81,7773; \$EU 0,82737; \$Can 1,03024; FS 1,80408; Yen 191,743;
KRS 6,62599; KRN 6,38109.

4 juillet 1985

ORAL REPORT BY THE CHAIRMAN OF THE COUNCIL OF
THE MINISTERS OF ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS
ON THE FURTHER TREATMENT OF EMS QUESTIONS*

The Economics and Finance Ministers, at their meeting of 11 June 1985, considered the EMS in its long term perspective and thereby also discussed questions which the Ad Hoc Committee for Institutional Affairs has addressed concerning the further development of the EMS in its report to the European Council.

The Ministers have recalled that economic and monetary union remains the long term objective of monetary integration, as indicated in the Council Resolution of 22 March 1971. The EMS, which has more limited objectives, (defined in the Resolution of the European Council of December 1978), but which has its own worth, is an important step in the direction of monetary union.

The Ministers take the following position on the EMS specific aspects:

- Monetary policy cooperation within the EMS is an essential part of the European integration process. Because of its cooperative character the EMS is particularly well suited to the current and foreseeable development of integration in the Community.
- Steps to strengthen the EMS in a pragmatic way, taking into account the longer term goals, are both possible and desirable. In this regard, the further improvement of economic policy convergence, the strengthening of the role of the ECU and the liberalization of capital movements are of considerable importance.
- The EMS is a form of monetary policy cooperation that enables the Community to consolidate the coherence of its economic policies and to promote the European internal market and the other Community policies and activities from the monetary side.

*Report to the President of the European Council in preparation for the Council meeting which was held in Milan on 28th and 29th June 1985.

- In the Spring 1984, on the fifth anniversary of the EMS, the Economics and Finance Ministers made an extensive assessment of its operation and thereby suggested measures for strengthening it. In the meantime the Central Banks have taken concrete steps for the more extended use of the official ECU: the related amendment of the Agreement of the Central Banks of 13 March 1979 was signed in Basle on 10 June 1985. However, the full evaluation of their effects will only be possible after some time. Moreover, in April 1985 the Ministers asked the responsible committees - the Committee of Central Bank Governors and the Monetary Committee - to examine further questions in connection with the longer term goals of the EMS and the ECU. In particular:
 - to assess the implications of the expansion of the private use of the ECU and to what an extent this expansion may affect monetary policies and favour progress towards the objective of monetary integration;
 - to study the implications of the development of the role of the ECU as a reserve asset for the European economic integration and for the international monetary system. In this context, the impact of its increased use on the dollar should be explored with a view to furthering the monetary identity of Europe.
- given the fact that, in the area of monetary integration, technical measures can have far-reaching political effects, and in view of a balanced functioning of the EMS, the Ministers consider it appropriate that the further development of the EMS should continue to be a matter for the Economics and Finance Ministers and the two competent committees.

RAPPORT ORAL DU PRESIDENT DU CONSEIL DES MINISTRES
DE L'ECONOMIE ET DES FINANCES
SUR LES SUITES A DONNER AUX QUESTIONS RELATIVES AU SME*

Les ministres de l'économie et des finances, lors de leur réunion du 11 juin 1985, se sont penchés sur les perspectives à long terme du SME; ils ont également évoqué les points abordés par le Comité ad hoc pour les questions institutionnelles dans son rapport au Conseil européen, qui traite entre autres questions du développement du SME.

Les ministres ont rappelé que l'Union économique et monétaire reste l'objectif à long terme d'intégration monétaire, comme l'indiquait la résolution du Conseil du 22 mars 1971. Le SME qui a des objectifs plus limités, mais garde sa valeur propre, constitue une étape importante dans la direction de l'Union monétaire.

Les ministres ont adopté la position suivante sur les aspects spécifiques du SME:

- la coopération monétaire au sein du SME est un élément essentiel du processus européen d'intégration. Le SME, par son caractère coopératif, correspond de manière exemplaire à l'évolution, présente et prévisible, de l'intégration de la Communauté;
- des progrès vers le renforcement du SME, effectués de manière pragmatique et en tenant compte des objectifs à long terme, sont possibles et souhaitables. A cet égard, la poursuite de l'amélioration de la convergence des politiques économiques, le renforcement du rôle de l'Ecu et la libération des mouvements de capitaux revêtent une importance majeure;
- le SME est une forme de coopération monétaire qui permet à la Communauté d'affermir sa cohésion économique et de promouvoir, sur le plan monétaire, le marché intérieur de la Communauté ainsi que les autres politiques et activités communautaires;
- le cinquième anniversaire de l'entrée en vigueur du SME a donné l'occasion aux ministres de l'économie et des finances, au printemps de 1984, de faire un bilan exhaustif de son

* Rapport présenté au Président du Conseil européen en vue de la réunion que ce conseil a tenue à Milan les 28 et 29 juin 1985.

fonctionnement et de suggérer des mesures visant à le renforcer. Entre-temps, les banques centrales ont pris des décisions concrètes relatives à l'extension de l'utilisation de l'Ecu public: l'amendement correspondant de l'accord des Banques centrales du 13 mars 1979 a été signé à Bâle le 10 juin 1985. Toutefois, l'appréciation complète de leurs effets ne pourra avoir lieu que plus tard. En avril 1985, les ministres ont en outre invité les comités compétents - le Comité des gouverneurs et le Comité monétaire - à examiner d'autres questions qui se posent quant aux objectifs à long terme du SME et de l'Ecu. En particulier, il serait opportun:

- . d'évaluer les implications de l'extension de l'usage privé de l'Ecu et de déterminer dans quelle mesure cette évolution peut affecter les politiques monétaires et favoriser des progrès vers l'objectif d'intégration monétaire;
 - . d'étudier les conséquences du développement du rôle de l'Ecu en tant qu'actif de réserve pour l'intégration économique européenne et pour le système monétaire international. Dans ce contexte, l'impact sur le dollar de l'utilisation accrue de l'Ecu devrait être examiné dans l'optique d'une promotion de l'identité monétaire de l'Europe;
- étant donné qu'en matière d'intégration monétaire des mesures techniques peuvent avoir des effets politiques de large ampleur, et dans l'optique d'un fonctionnement équilibré du SME, les ministres considèrent que la poursuite du développement du SME doit demeurer de la compétence des ministres de l'économie et des finances et des deux Comités concernés.