

unique, qui est maintenant la responsabilité de l'Eurosystème, constitué par la Banque centrale européenne (BCE), sise à Francfort, et les onze banques centrales nationales de la zone euro.

La nouvelle structure

La BCE a été établie le 1^{er} juin 1998 (succédant à l'Institut monétaire européen, qui a effectué les travaux préparatoires), en même temps que le Système européen de banques centrales (SEBC), qui regroupe la BCE et les quinze banques centrales nationales de l'Union européenne (UE). L'Eurosystème est régi par les deux organes de décision de la BCE : le Directoire et le Conseil des gouverneurs.

Le Directoire de la BCE, formé par le Président, le Vice-Président et quatre autres membres, a pour principale mission de mettre en oeuvre la politique monétaire conformément aux directives et décisions stipulées par le Conseil en donnant des instructions à cet effet aux banques centrales nationales. Il est en outre responsable des affaires courantes de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs, qui est chargé de définir la politique monétaire unique et de formuler des directives pour sa mise en oeuvre, est constitué par le Directoire et les gouverneurs des onze banques centrales nationales de la zone euro. Le Président du Conseil de l'UE et un membre de la Commission européenne peuvent aussi participer aux réunions, mais n'ont pas le droit de voter. La plupart des décisions, y compris en matière de politique monétaire, peuvent être prises par une majorité simple. Cependant, les votes sur des décisions qui influent sur la situation des banques centrales nationales en tant qu'actionnaires du SEBC (par exemple celles qui ont trait au capital souscrit et aux réserves de change de la BCE) sont pondérés en fonction de la répartition du capital souscrit de la BCE entre les banques centrales nationales (la pondération des suffrages des membres du Directoire est de zéro).

Tant que tous les États membres de l'UE ne participeront pas à la zone euro, le SEBC sera gouverné par le Conseil général, qui est le troisième organe de décision de la BCE. Celui-ci est formé par le Président et le Vice-Président de la BCE et les gouverneurs des banques centrales nationales des quinze pays membres de l'UE. Étant donné que les banques centrales des pays de l'UE qui n'ont pas (encore) adopté l'euro (Danemark, Grèce, Royaume-Uni et Suède) continuent à appliquer une politique monétaire nationale, elles ne participeront pas aux décisions rele-



La politique monétaire de l'Eurosystème

Le 1^{er} janvier 1999, l'Europe est entrée dans une ère nouvelle avec l'adoption de l'euro par onze des quinze pays membres de l'Union. Un membre du Directoire de la Banque centrale européenne décrit dans cet article le cadre de la politique monétaire de la zone euro.

Otmar Issing

CONFORMÉMENT au traité signé à Maastricht le 7 février 1992, l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal ont remplacé leur monnaie nationale par l'euro le 1^{er} janvier 1999, sur la base des taux de conversion irrévocables fixés le 31 décembre 1998. Pour préparer cette transition, les onze pays ont mené des politiques qui leur ont permis d'atteindre un haut degré de convergence économique tout en mettant en place le cadre juridique et institutionnel de la politique monétaire

vant de la politique monétaire unique pour la zone euro. Elles pourront néanmoins prendre part à des débats sur des questions de politique monétaire et sur le rapport de change de leur monnaie nationale avec l'euro. Dans ce contexte, le Conseil général contribue aux travaux préparatoires à la détermination des taux de change des monnaies des quatre pays restant en dehors de la zone euro.

Objectifs et missions

Les statuts du SEBC font partie intégrante du Traité de Maastricht. L'article 2 des statuts stipule que «l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté... Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources...». Ce mandat donne clairement la priorité au maintien de la stabilité des prix comme étant le fondement de conditions économiques propices à la croissance durable de la production, au niveau élevé de création d'emplois et à l'amélioration du niveau de vie qui figurent parmi les objectifs de la Communauté européenne dans le Traité de Maastricht.

Les principales missions de l'Eurosystème sont directement liées à la stabilité des prix et consistent à : définir et mettre en oeuvre la politique monétaire de la zone euro; assurer la conduite des opérations de change conformément à l'article 109 du Traité de Maastricht; détenir et gérer les réserves officielles de change des pays participants de l'UE; promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement; enfin, favoriser l'application des politiques définies par les autorités responsables de la surveillance prudentielle des institutions de crédit et de la stabilité du système financier. L'Eurosystème a en outre des fonctions consultatives importantes en ce qui concerne les nouvelles lois de l'UE et des États membres qui entrent dans son domaine de compétence.

L'article 107 du Traité de Maastricht et l'article 7 des statuts du SEBC garantissent l'indépendance de la BCE, des banques centrales nationales et des membres de leurs organes de décision dans l'exercice de leurs fonctions et attributions en leur interdisant de demander ou d'accepter des instructions de gouvernements d'États membres, d'institutions communautaires ou de tout autre organisme. Pour leur part, ces gouvernements, institutions et organismes s'engagent à ne pas tenter d'influencer la BCE ou les banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions. De surcroît, l'article 10.4 des statuts du SEBC, qui stipule que les réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE sont confidentielles tout en permettant à celui-ci de rendre public le résultat de ses délibérations, renforce l'indépendance des membres du Conseil des gouverneurs dans le processus de décision.

Cette indépendance devrait permettre aux organes de décision de la BCE de concentrer leurs efforts sur l'accomplissement de leur mission et d'adopter une orientation à moyen terme sans être influencés par des considérations politiques à court terme. C'est là une condition essentielle à l'instauration d'une haute crédibilité, qui est indispensable au succès de la politique monétaire. Dans une société démocratique, la responsabilité vis-à-vis du public doit aller de pair avec l'indépendance de la banque centrale ou d'autres institutions dans la poursuite d'objectifs donnés. Le Traité de Maastricht contient plusieurs dispositions qui rendent la BCE comptable de ses actions.

Pour commencer, elle est tenue de présenter un certain nombre de rapports sur le SEBC (article 15 des statuts du SEBC) : des rapports hebdomadaires sur sa situation financière consolidée, des rapports trimestriels sur ses activités et un rapport annuel sur la politique monétaire et autres activités, que le Président de la BCE adresse au Parlement européen.

Dans la pratique, la BCE communique des informations qui vont bien au-delà des rapports que lui imposent les statuts et reflètent son engagement d'informer le public de ses décisions et des raisons qui les sous-tendent. Depuis la création de la BCE, le Président publie régulièrement des déclarations dans lesquelles il annonce et explique les décisions prises par le Conseil des gouverneurs. Le Président et le Vice-Président donnent une conférence de presse à l'issue de la première réunion du mois, pour présenter le point de vue du Conseil sur la situation économique ainsi que les arguments à l'appui de ses décisions de politique monétaire et répondre aux questions des journalistes.

La BCE publie aussi dans son *Bulletin mensuel* une évaluation détaillée de l'évolution économique de la zone euro et de l'orientation de la politique monétaire, ainsi que des articles sur des sujets ayant trait à l'économie de la région, accompagnés des statistiques pertinentes (les statistiques monétaires sont également disponibles sur le site Web de la BCE). En outre, la BCE publie des documents de travail et études spéciales dans le but de diffuser sa pensée et de susciter le débat sur les questions de politique générale dont ils traitent.

Enfin, le Président de la BCE sera invité aux réunions du Conseil des ministres de l'Union européenne chargés des affaires économiques et financières (le Conseil ECOFIN) lorsqu'il y sera traité de questions ayant trait aux objectifs et aux missions du SEBC et de l'Eurosystème. Il a aussi été convié à participer aux réunions du nouveau Conseil Euro-11 où se rassemblent pour des échanges de vues informels les membres du Conseil ECOFIN qui représentent la zone euro.

Stratégie en matière de politique monétaire

Un volet essentiel des travaux préparatoires de l'Institut monétaire européen et de la BCE a consisté à mettre au point une stratégie axée sur la stabilité en matière de politique monétaire et à concevoir les instruments et procédures nécessaires à sa mise en oeuvre.

Pour promouvoir la responsabilité et la transparence, le Conseil des gouverneurs de la BCE a donné une définition claire, quantitative, de la stabilité des prix, à savoir «une augmentation annuelle en glissement inférieure à 2 % de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)». Cette référence à l'augmentation des prix indique que la déflation est aussi considérée comme contraire à l'objectif de stabilité des prix. Le Conseil a déclaré en outre que «la stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme» et qu'il ne modifiera pas la politique monétaire pour corriger des dérapages ponctuels, de courte durée, du niveau des prix (dus par exemple à de brusques variations des prix de l'énergie ou à certaines

Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème

Opérations de politique monétaire	Types d'opérations		Échéance	Fréquence	Procédure
	Apport de liquidité	Retrait de liquidités			
Opérations d'open-market					
Principales opérations de refinancement	OCT*		Deux semaines	Hebdomadaire	Appels d'offres normaux
Opérations de refinancement à long terme	OCT*		Trois mois	Mensuelle	Appels d'offres normaux
Opérations de réglage fin	OCT*	Swaps de change	Non normalisée	Irrégulière	Appels d'offres rapides
	Swaps de change	Collecte de dépôts à échéance fixe			Procédures bilatérales
Opérations structurelles	Achats fermes	Ventes fermes		Irrégulière	Procédures bilatérales
	OCT*	Émission de titres de créance	Normalisée/non normalisée	Regulière et irrégulière	Appels d'offres normaux
	Achats fermes	Ventes fermes		Irrégulière	Procédures bilatérales
Facilités permanentes					
Facilité de prêt marginal	OCT*		24 heures	Accès à la discrétion des contreparties	
Facilité de dépôt		Dépôts	24 heures	Accès à la discrétion des contreparties	

*Opérations de cession temporaire.

mesures budgétaires), mais qu'il s'efforcera plutôt d'empêcher les effets de contagion.

La stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème est guidée par deux autres éléments clés. Premièrement, *une importance prépondérante est donnée à la monnaie*, en vertu de la théorie solidement étayée par les faits selon laquelle l'inflation, du moins à long terme, est un phénomène monétaire. Le Conseil des gouverneurs a annoncé une valeur de référence quantitative de 4¹/₂ % pour le taux de croissance annuelle de l'agrégat monétaire au sens large, M3, sur la base d'une moyenne mobile sur trois mois — taux d'expansion monétaire qui est compatible avec le maintien de la stabilité des prix, et qui y contribue, tout en permettant un rythme soutenable d'augmentation de la production. On ne considère toutefois pas cette valeur de référence comme un objectif monétaire intermédiaire, afin d'éviter une réaction automatique de la politique monétaire à des fluctuations de la croissance de M3 qui pourraient ne pas être associées à des pressions inflationnistes mais résulter, par exemple, de l'introduction de l'euro et d'innovations financières.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs procédera à une évaluation des risques qui peuvent peser sur la stabilité des prix *en se fondant sur une large gamme d'indicateurs économiques et financiers* — tels que les taux d'intérêt à long terme et la courbe des rendements, des indicateurs de la confiance des consommateurs et des entreprises, des indicateurs de la croissance de la production, les salaires et les coûts unitaires de main-d'œuvre, les prix à l'importation des produits de base et la valeur extérieure de l'euro dans la mesure où elle influe sur les prix dans la zone euro. Cette évaluation est effectuée avec un soin particulier étant donné que les statistiques de la zone euro sont établies depuis peu, que les données de source nationale ne sont pas toujours parfaitement harmonisées et que les relations de comportement sous-jacentes peuvent se trouver modifiées avec l'introduction de la monnaie unique.

Instrument de la politique monétaire

L'Eurosystème dispose d'une panoplie d'instruments de politique monétaire. Pour gérer les liquidités sur le marché

monétaire et guider les taux d'intérêt à court terme, il aura recours à des opérations d'open-market qui permettent d'injecter des liquidités dans le système bancaire contre remise de garanties adéquates. En outre, deux facilités permanentes permettront aux contreparties éligibles de placer leurs excédents ou de satisfaire leurs besoins de liquidités au jour le jour. De surcroît, les établissements de crédit sont tenus de détenir un niveau minimum de réserves sur leur compte à la banque centrale de leur pays.

Les opérations d'open-market peuvent revêtir la forme d'opérations de cession temporaire, d'opérations fermes, d'émission de titres de créance, de swaps de change et de collecte de dépôts à échéance fixe. Ces opérations sont lancées à l'initiative de la BCE, mais sont normalement exécutées par les banques centrales nationales. On distingue quatre catégories d'opérations d'open-market. Premièrement, les principales opérations de refinancement sont exécutées sous forme d'appels d'offres normaux hebdomadaires pour des opérations de cession temporaire à deux semaines à des fins d'apport de liquidités. Le taux de ces appels d'offres est donc un indicateur clé de l'orientation de la politique monétaire. Deuxièmement, les opérations de refinancement à plus long terme, qui sont exécutées sous forme d'appels d'offres normaux mensuels pour des opérations de cession temporaire à échéance de trois mois à des fins d'apport de liquidités, ont pour but de répondre aux besoins de refinancement supplémentaire à plus long terme du système financier. Troisièmement, des opérations de réglage fin seront effectuées le cas échéant pour lisser les effets sur les taux d'intérêt de chocs temporaires affectant les liquidités du marché monétaire. Quatrièmement, l'Eurosystème peut émettre des titres de créance et procéder à tout moment à des opérations de cession temporaire ou à des opérations fermes lorsqu'il juge souhaitable d'ajuster sa position structurelle vis-à-vis du secteur financier.

Les deux facilités permanentes sont la *facilité de prêt marginal* et la *facilité de dépôt*. Les contreparties peuvent recourir, à leur propre initiative, à la facilité de prêt marginal pour obtenir des prêts au jour le jour de leur banque centrale na-

tionale contre remise de garanties sous forme d'actifs recevables. Par conséquent, le taux de prêt marginal détermine normalement le jalon supérieur des taux du marché au jour le jour. La facilité de dépôt permet aux contreparties d'effectuer des dépôts au jour le jour dans leur banque centrale nationale. Le taux de ces dépôts représente donc normalement le jalon inférieur des taux du marché au jour le jour. Ces deux jalons forment un couloir qui délimite le taux des appels d'offres hebdomadaires et le taux d'intérêt du marché au jour le jour.

Le système des réserves obligatoires répond à deux grands objectifs : contribuer à la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire et créer une demande structurelle suffisante de monnaie centrale. On assure la stabilisation des taux d'intérêt en permettant aux institutions de crédit de maintenir leurs réserves obligatoires sur la base d'une moyenne quotidienne calculée sur un mois. Le fait que les institutions de crédit ne sont pas tenues de maintenir au jour le jour le niveau de réserves obligatoires leur donne une incitation à lisser les effets des fluctuations temporaires de la liquidité sur les taux d'intérêt du marché monétaire. L'imposition d'un coefficient de réserves obligatoires de 2 % sur certaines exigences des établissements de crédit est destinée à assurer un niveau structurel adéquat de demande de monnaie centrale. On a veillé en même temps à éviter de créer des distorsions concurrentielles vis-à-vis des institutions financières qui ne sont pas assujetties à un coefficient de réserves minimum. C'est pourquoi les réserves obligatoires sont rémunérées à un taux correspondant à celui des appels d'offres hebdomadaires, qui équivaut grosso modo aux conditions du marché.

Défis pour les politiques économiques

À l'intérieur de l'Union européenne, le territoire économique couvert par la zone euro jouit depuis 1992 de la libre circulation des capitaux, de la main-d'œuvre et des services. Avec l'introduction de l'euro, le poids économique de ce marché unique rivalise avec celui des États-Unis. Cet événement historique est lourd d'implications quant à la conduite de la politique économique dans la zone euro. Le défi consiste en particulier à assurer le succès de l'euro dans un cadre européen unique.

Ce succès tiendra avant tout à la politique monétaire de l'Eurosystème. Même si elle est caractérisée par une beaucoup plus grande continuité que les politiques monétaires nationales antérieures axées sur la stabilité, l'Eurosystème devra néanmoins faire ses preuves pour mériter la crédibilité qu'il hérite des banques centrales nationales, et il est prêt à relever ce défi. Mais, pour réunir les conditions nécessaires à la stabilité de l'euro, il faut que chacune des autres composantes de la politique économique apporte sa contribution, contribution qui peut être résumée en trois points.

Premièrement, pour que la politique monétaire unique parvienne à assurer le maintien de la stabilité des prix, il lui faudra l'appui inconditionnel de politiques budgétaires nationales saines et de conventions salariales responsables.



Le professeur Otmar Issing siégeait au Directoire de la Deutsche Bundesbank avant de passer à celui de la Banque centrale européenne.

Cette approche ne peut que renforcer la crédibilité de la politique monétaire en empêchant l'apparition de pressions inflationnistes excessives. Le cadre de la discipline budgétaire est défini par le Pacte de stabilité et de croissance, aux termes duquel tous les gouvernements de l'UE se sont engagés à maintenir un solde budgétaire proche de l'équilibre ou excédentaire dans des conditions économiques normales. Cela devrait laisser une marge de manœuvre suffisante pour permettre aux déficits budgétaires d'augmenter si l'activité économique se ralentit, sans qu'ils dépassent pour autant la limite de 3 % du PIB fixée par le Traité de Maastricht (Protocole n° 5). Les augmentations de salaires doivent correspondre à la croissance de la productivité de la main-d'œuvre, mais elles devront aussi tenir compte du chômage élevé dans la zone euro.

Deuxièmement, une monnaie unique va de pair avec une politique monétaire unique, qui sera guidée exclusivement par les perspectives

d'évolution des prix dans l'ensemble de la zone euro. Autrement dit, la politique monétaire unique n'est pas censée réagir aux chocs économiques qui peuvent frapper un pays individuellement. Dans le nouvel environnement, la solution aux problèmes économiques nationaux ou régionaux résidera dans la mise en œuvre de politiques budgétaires nationales appropriées et dans une amélioration de la compétitivité au niveau des coûts. Cela pourrait aussi atténuer les éventuels effets asymétriques des mesures de politique monétaire sur les différents pays membres.

Troisièmement, en maintenant la stabilité des prix, la politique monétaire de la zone euro favorise la croissance de la production et de l'emploi à long terme. En outre, dans certaines situations conjoncturelles, elle peut contribuer à stabiliser la croissance de la production et de l'emploi à condition que la stabilité des prix ne soit pas compromise. Mais elle ne peut jouer qu'un rôle limité dans la réduction du chômage. La solution à ce problème réside dans des réformes structurelles visant à déréglementer les marchés de la main-d'œuvre et des produits et à renforcer les incitations à la création d'emplois. Un assouplissement dans ce sens permettrait aux salaires et aux prix de s'ajuster suivant l'évolution de la situation économique et rendrait les investisseurs plus enclins à saisir les occasions qui se présentent.

S'appuyant sur ces principes, les responsables de la politique économique de la zone euro pourraient définir un dosage approprié de mesures nationales et régionales afin d'assurer une croissance non inflationniste durable, un taux élevé d'emploi et une amélioration du niveau de vie. À l'aube d'une ère nouvelle, l'Europe a une occasion sans précédent d'atteindre ces objectifs communs. **F&D**

Lectures recommandées :

Banque centrale européenne, The Single Monetary Policy in Stage Three—General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures (Francfort, 1998).

Site Web de la Banque centrale européenne : <http://www.ecb.int>