

**COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE**

RAPPORT ANNUEL

1992

AVRIL 1993

ISSN 1021-3392 (PRINT), ISBN 92-9166-221-6 (ONLINE)

ISSN 1021-3392

MEMBRES DU COMITE DES GOUVERNEURS

A. Verplaetse	Banque nationale de Belgique
E. Hoffmeyer	Banque nationale du Danemark
H. Schlesinger	Banque fédérale d'Allemagne
E. Christodoulou	Banque de Grèce
L. Rojo*	Banque d'Espagne
J. de Larosière	Banque de France
M. Doyle	Banque centrale d'Irlande
C. Ciampi	Banque d'Italie
P. Jaans	Institut monétaire luxembourgeois
W. Duisenberg	Banque des Pays-Bas
M. Beleza**	Banque du Portugal
R. Leigh-Pemberton	Banque d'Angleterre

La Commission des Communautés européennes est, en règle générale, invitée à envoyer l'un de ses membres la représenter aux réunions du Comité des gouverneurs.

* A remplacé M. Rubio à compter du 18 juillet 1992.

** A remplacé J. Tavares Moreira à compter du 4 mai 1992.

SOMMAIRE

INTRODUCTION ET PRESENTATION GENERALE.....	1
1. La politique monétaire dans un contexte de tensions sur les changes.....	1
2. Les orientations de la politique monétaire pour 1993.....	7
3. Les travaux préparatoires au passage aux phases 2 et 3 de l'Union économique et monétaire.....	10
I L'EVOLUTION ECONOMIQUE ET LA MISE EN OEUVRE DE LA POLITIQUE MONETAIRE.....	13
1. Le contexte économique de la politique monétaire.....	13
2. L'évolution des conditions monétaires et des taux de change.....	22
3. Les perspectives économiques et les problèmes de politique monétaire.....	41
4. L'évolution du marché de l'écu privé.....	46
II LES INSTRUMENTS ET LES MODALITES DE LA POLITIQUE MONETAIRE DANS LES PAYS DE LA COMMUNAUTE.....	53
1. Les principaux instruments.....	54
2. Les principales méthodes de mise en oeuvre de la politique monétaire.....	58
3. Les moyens d'indiquer les intentions des autorités monétaires.....	59
III LES CARACTERISTIQUES INSTITUTIONNELLES DES BANQUES CENTRALES DE LA COMMUNAUTE.....	61
1. Statuts et indépendance.....	61
2. Objectifs et fonctions des banques centrales.....	64
3. La conduite de la politique monétaire et de la politique de change.....	65
4. Procédures de nomination des gouverneurs des banques centrales.....	67
5. Modifications envisagées dans la législation relative aux banques centrales.....	68
IV LES ACTIVITES DU COMITE DES GOUVERNEURS ET LA PREPARATION DU PASSAGE A L'UEM.....	71
1. Les activités du Comité des gouverneurs.....	71
2. Les travaux préparatoires au passage aux phases 2 et 3 de l'UEM.....	81
ANNEXE I : LES CHANGEMENTS INTERVENUS DANS LES INSTRUMENTS ET LES MODALITES DE LA POLITIQUE MONETAIRE DEPUIS LE DEBUT DE LA PHASE 1.....	97
ANNEXE II : LE STATUT DES BANQUES CENTRALES DANS LES PAYS DE LA COMMUNAUTE.....	101
ABREVIATIONS ET SYMBOLES.....	120

Liste des tableaux, graphiques et encadrés

(Les abréviations et symboles utilisés dans les tableaux et graphiques figurent page 120)

Tableaux

(a) Tableaux incorporés au texte

1. Indicateurs économiques et financiers à l'échelle de la Communauté..	2
2. Ecart de la production par rapport à la tendance et déphasages conjoncturels.....	16
3. Agrégats monétaires : objectifs et résultats.....	25
4. Indicateurs des gains ou pertes cumulés de compétitivité.....	39
5. Marchés financiers de l'écu.....	47
6. Instruments et modalités de la politique monétaire.....	55
7. Caractéristiques institutionnelles des banques centrales de la Communauté.....	62
8. Financement du secteur public par la banque centrale.....	86

(b) Tableaux de référence

R1. PIB en volume.....	50
R2. Taux de chômage.....	50
R3. Prix à la consommation.....	50
R4. Rémunération par tête des salariés.....	51
R5. Soldes financiers des administrations publiques.....	51
R6. Soldes des balances courantes.....	51
R7. Agrégats monétaires larges.....	51

Graphiques

1. Croissance réelle et inflation dans la Communauté.....	4
2. Taux de change du dollar des Etats-Unis et du yen contre deutschemark.....	14
3. Situation budgétaire des administrations publiques en 1992.....	21
4. Taux d'intérêt à court terme.....	28
5. Taux d'intérêt à long terme.....	28
6. Taux d'intérêt officiels ou directeurs.....	29
7. Taux de change contre deutschemark.....	34
8. Organigramme du Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la CEE.....	80

Encadrés

1. L'endettement du secteur privé dans les pays de la CEE.....	18
2. Evolution de l'inflation suivant les secteurs d'activité.....	20
3. Les avoirs à l'étranger et l'analyse monétaire.....	74

* * *

Les données fournies dans le présent Rapport sont arrêtées à la date du 28 février 1993.

INTRODUCTION ET PRESENTATION GENERALE

Le présent document est le second Rapport annuel du Comité des gouverneurs, où sont décrites les activités de ce dernier ainsi que l'évolution de la situation économique et financière dans la Communauté en 1992. Il a été élaboré conformément au mandat du Comité tel qu'il a été défini dans la Décision modifiée du Conseil en date du 12 mars 1990.

L'année passée a été l'une des plus éprouvantes que l'on ait connues pour la coopération entre les banques centrales des Etats membres de la CEE. Les évolutions monétaires et financières, à la suite, notamment, des remous ayant agité les marchés de change au second semestre, ont été au premier plan des travaux et débats du Comité. Dans le même temps, la signature du Traité sur l'Union européenne à Maastricht, en février 1992, a amené le Comité à prendre les premières mesures visant à créer les conditions requises pour la mise en oeuvre du Traité dans le domaine monétaire et, en particulier, à préparer la fondation de l'Institut monétaire européen (IME), qui doit prendre en charge les tâches du Comité des gouverneurs à la dissolution de celui-ci à fin 1993.

1. LA POLITIQUE MONETAIRE DANS UN CONTEXTE DE TENSIONS SUR LES CHANGES

Comme le soulignait le précédent Rapport annuel, le Comité des gouverneurs, après avoir examiné, dans le cadre de son évaluation prospective annuelle, les intentions des autorités monétaires nationales pour 1992, avait conclu que les politiques ainsi envisagées allaient dans le sens d'une nouvelle baisse de l'inflation dans la Communauté. En fait, bien que le taux moyen de la hausse des prix à la consommation soit tombé de 5,1 % en 1991 à 4,3 % en 1992, on aurait pu s'attendre à une réduction plus importante étant donné les facteurs favorables qui ont joué en provenance de l'extérieur et la faiblesse persistante de l'activité économique dans les pays de la Communauté (voir tableau 1 et graphique 1). La production calculée sur l'ensemble

**TABLEAU 1 : INDICATEURS ECONOMIQUES ET FINANCIERS A L'ECHELLE
DE LA COMMUNAUTE**

	1987-89 moyenne	1990	1991	1992 (a)
	pourcentage de variation par rapport à l'année précédente			
PIB en volume (b)	3,5	2,8	1,2	1,1
Prix à la consommation (c)	4,1	5,7	5,1	4,3
Rémunération unitaire des salariés	6,1	7,6	7,1	5,7
	en pourcentage du PIB en valeur			
Solde de la balance courante	0,4	-0,3	-0,9	-1,0
Solde financier des administrations publiques	-3,6	-4,2	-4,7	-5,3
	en pourcentage			
Taux d'intérêt à court terme (b) (d)	9,6	11,8	11,0	11,2
Taux d'intérêt à long terme (b) (e)	9,4	11,2	10,3	9,9

Sources : Données nationales ; BRI.

(a) Estimations. (b) Calculé sur la base des coefficients de pondération par le PIB de 1989 exprimés en taux de change 1989 de parité de pouvoir d'achat. (c) Calculés sur la base des coefficients de pondération par les dépenses de consommation de 1989 exprimés en taux de change 1989 de parité de pouvoir d'achat. (d) Taux moyen à 3 mois du marché monétaire interne. (e) Taux des obligations de l'Etat ou du secteur public.

de la zone n'a en effet augmenté que de 1,1 % en 1992, du fait notamment que la conjoncture a continué de se dégrader dans le reste du monde, contrairement à ce qu'on attendait, mais aussi en raison de l'atonie de la demande interne dans la plupart des pays membres.

Au moment où, comme chaque année, il évaluait les intentions des autorités nationales, le Comité avait discerné un certain nombre de risques potentiels, dont certains, en fait, n'ont pas tardé à se concrétiser : c'est ainsi que les espoirs de reprise rapide de l'activité économique se sont évanouis, que les projets d'assainissement des finances publiques se sont souvent révélés difficiles à réaliser et que les coûts de main-d'oeuvre ont continué d'augmenter à un rythme assez rapide dans certains pays. En outre, l'accélération de la croissance monétaire et les tensions persistantes, d'origine interne, sur les prix obligèrent les autorités monétaires allemandes à durcir leur politique à la fin de 1991.

Au premier semestre de 1992, l'expansion monétaire dans l'ensemble de la Communauté est devenue plus vive et, dans plusieurs

pays, les agrégats monétaires ont dévié de la trajectoire fixée. Si les écarts de taux d'intérêt entre pays sont restés faibles, le niveau des taux à court terme a tendu à s'élever légèrement. L'activité économique restant peu soutenue, on s'est interrogé de plus en plus sur le bien-fondé de l'orientation de la politique monétaire dans les pays qui avaient fait des progrès sensibles sur le front de l'inflation, mais où le chômage s'amplifiait rapidement.

Au début de juin 1992, un tournant s'est produit dans la situation monétaire, quand le rejet par le Danemark du Traité de Maastricht déclencha une vague croissante de perturbations sur les marchés de change de la Communauté. Très vite, on a vu se creuser des écarts entre les conditions pratiquées sur les marchés monétaires des différents pays. En Allemagne, l'action des autorités est restée fermement orientée vers l'objectif du retour à la stabilité des prix et les taux d'intérêt du marché n'ont pas marqué de détente avant la mi-septembre, époque où est intervenu le réalignement de la lire italienne. En Belgique et aux Pays-Bas, les modifications des taux d'intervention de la banque centrale ont reflété fidèlement l'évolution des conditions pratiquées en Allemagne, les autorités voulant maintenir les liens étroits de la monnaie nationale avec le deutschemark. Tous les autres pays participant au mécanisme de change du Système monétaire européen se sont trouvés confrontés à des pressions à la baisse -parfois extrêmement fortes- sur leurs monnaies durant le second semestre de l'année ; ils ont donc relevé les taux d'intérêt officiels, dans des proportions variables, il est vrai, et à des moments différents, au titre de la stratégie mise en place pour désamorcer les tensions commençant à s'exercer sur leurs taux de change.

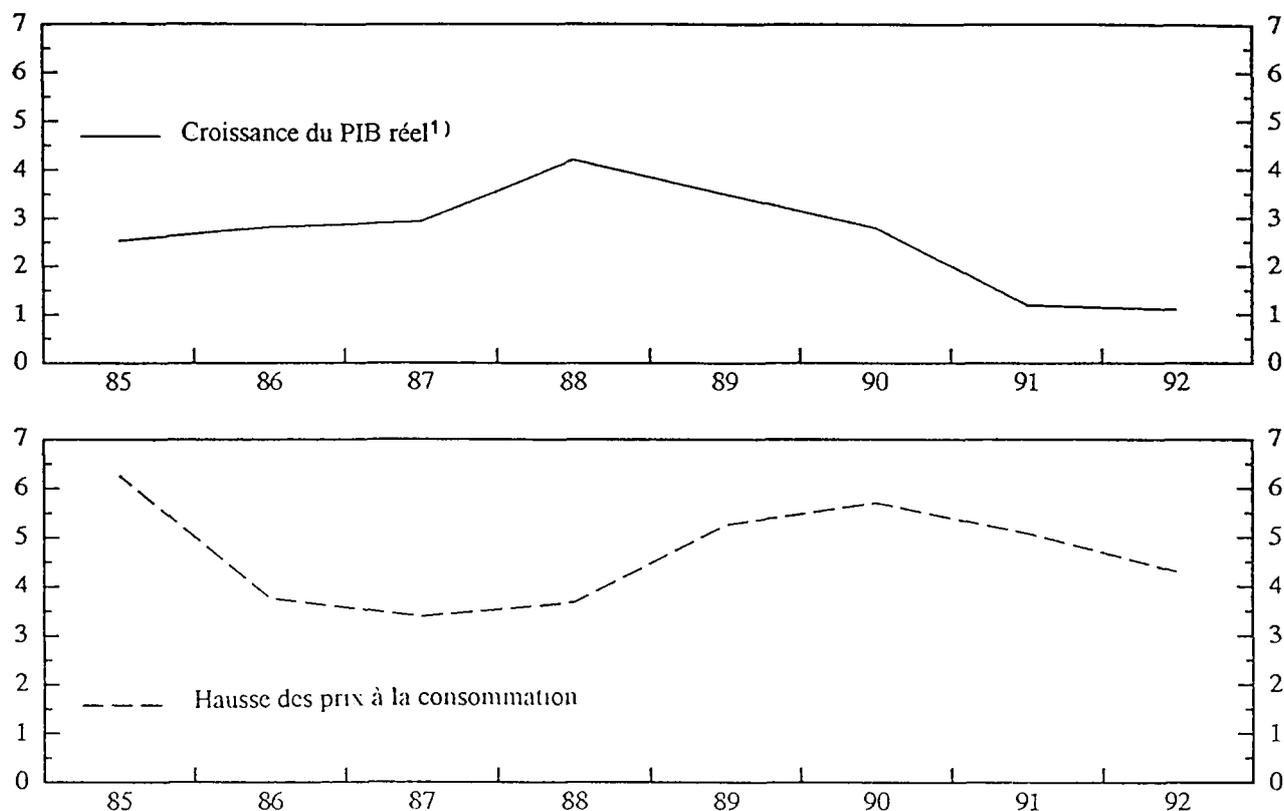
Le résultat du référendum danois de juin ne fut cependant que le catalyseur des événements ultérieurs, qui débouchèrent en septembre 1992 sur la crise la plus grave que le Système monétaire européen (SME) ait connue depuis ses origines. A intervalles très rapprochés, deux réalignements furent décidés et l'obligation de respecter la marge de fluctuation du taux de change fut suspendue dans deux pays. En très peu de temps, la remarquable stabilité qui avait caractérisé les anticipations de change durant les quelques années

précédentes disparut pour faire place au règne de la spéculation sur les marchés.

Les tensions ont d'abord affecté les monnaies qui paraissaient vulnérables au regard des données économiques internes. Toutefois, quand d'autres monnaies ont été touchées, la situation sur les marchés de change a commencé également, par certains aspects, à prendre le caractère d'une crise spéculative où des anticipations de change à court terme, sans fondement économique, s'auto-entretiennent.

GRAPHIQUE 1 : CROISSANCE REELLE ET INFLATION DANS LA COMMUNAUTE

Pourcentages



1) Estimation pour le PIB réel en 1992.

Sans aucun doute, les turbulences croissantes apparues à la suite du vote des électeurs danois ont été intensifiées par certaines évolutions observées simultanément : le dollar des Etats-Unis s'est déprécié sensiblement vis-à-vis des monnaies européennes ; les devises nordiques ont été soumises à des perturbations de plus en plus fortes ; enfin, les marchés ont semblé prêter une plus grande attention au comportement des autorités face aux tensions sur les

changes, leurs réactions étant perçues comme insuffisamment coordonnées.

Si l'on va au fond des choses, la crise des marchés de change doit être imputée à deux facteurs. En premier lieu, on n'avait pas assez mis à profit la stabilité des taux de change nominaux au sein du SME pendant les cinq années précédentes pour donner des assises plus solides aux parités centrales existantes, en corrigeant les déséquilibres et en déployant des efforts plus vigoureux dans le sens d'une plus grande convergence des économies. Au contraire, l'importance du déficit budgétaire dans beaucoup de pays de la Communauté avait perpétué un dosage inadéquat des différents instruments de la politique économique, tandis que l'insuffisante convergence vers un bas niveau d'inflation entraînait des changements sensibles dans les positions concurrentielles respectives vis-à-vis de l'extérieur. Avec les signes de l'affaiblissement du soutien de l'opinion publique au Traité de Maastricht dans la période ayant précédé le référendum en France, les marchés cessèrent peu à peu de croire à l'attachement des autorités aux parités centrales en vigueur et à la réalisation de la convergence, telle qu'elle est définie par le Traité. Le référendum en France devenait dès lors une date de référence pour un éventuel réalignement.

La seconde raison majeure de la crise des changes a été que, au cours de l'année 1992, la faiblesse continue de l'activité économique et l'éloignement progressif des perspectives de reprise sont apparus de plus en plus comme aggravant le dilemme des autorités dans les pays où l'inflation avait été sensiblement réduite, mais où la situation s'était gravement détériorée sur le marché du travail. Le niveau des taux d'intérêt nominaux nécessaire pour maintenir la position d'une monnaie dans le SME était jugé de plus en plus contraire aux exigences de l'économie interne, étant donné en particulier que les taux réels augmentaient avec l'amélioration des perspectives en matière d'inflation. Ce conflit entre les objectifs externe et interne a été mis en évidence par les appels répétés en faveur d'une diminution des taux d'intérêt, tant dans les pays concernés que par rapport aux taux allemands, ceux-ci ayant une grande importance pour les conditions pratiquées dans le reste de la

Communauté. L'Allemagne, toutefois, n'avait guère la latitude d'abaisser ses taux étant donné l'évolution des prix et des salaires et l'orientation de la politique budgétaire. D'autre part, le fait que les marchés voyaient des limites à la possibilité pour les autorités de certains autres pays de relever les taux d'intérêt -là en particulier où la médiocrité de la conjoncture et le niveau élevé d'endettement privé ou public rendaient l'économie très sensible aux variations des taux- réduisait la confiance dans une application résolue de ce moyen d'action pour la défense des parités centrales.

Tous les pays de la Communauté dont la monnaie a été attaquée ont utilisé, suivant des combinaisons diverses, trois instruments : ils ont largement exploité les possibilités de fluctuation à l'intérieur de la marge laissée par le mécanisme de change, ils ont effectué des interventions d'une ampleur sans précédent et ils ont ajusté les taux d'intérêt, dans des proportions variables, il est vrai, et à des moments différents. Certains pays où subsistait un contrôle des changes l'ont resserré et d'autres ont recouru temporairement à des taxes pour décourager les sorties de capitaux. Cependant, c'est seulement là où les données fondamentales étaient saines et où les autorités se sont aussi montrées résolues à défendre les parités existantes par un maniement souple des taux d'intérêt -accompagné dans certains cas d'interventions concertées- qu'il s'est révélé effectivement possible de maintenir ces parités.

Si l'analyse causale des remous ayant ainsi agité récemment les marchés de change n'a pas encore été menée à son terme, le SME, en tant que dispositif destiné à favoriser une coopération monétaire plus étroite menant à la constitution d'une zone de stabilité monétaire, est, de l'avis unanime, bénéfique pour tous les pays de la Communauté, tandis que le rétablissement de la crédibilité du Système dans son ensemble est considéré comme un objectif très important. Pour atteindre cet objectif deux conditions doivent être remplies. Premièrement, pour que les parités centrales restent crédibles, la situation économique doit être fondamentalement saine et il faut que l'on soit convaincu, par l'orientation présente et future de la politique macro-économique, qu'elle le demeurera. Le système doit rester flexible et, si il apparaît des déséquilibres économiques

majeurs, des réalignements peuvent s'avérer nécessaires. Toutefois, ce genre d'opération n'est pas la panacée et ne supprime donc pas l'exigence d'un accompagnement par des politiques axées sur la stabilité. Deuxièmement, l'expérience a montré que, dans un contexte de liberté totale des mouvements de capitaux, les monnaies peuvent être exposées à des attaques massives de la spéculation, même quand les parités centrales s'appuient sur une situation économique intérieure à la fois saine et stable. En pareil cas, la défense des taux de change doit reposer sur une étroite coopération, qui doit être compatible avec l'engagement de chaque pays en faveur d'une politique monétaire visant à la stabilité des prix, laquelle est une condition préalable d'une stabilité durable du change. Les mesures institutionnelles qui sont prises, dans un certain nombre d'Etats membres, pour accroître l'indépendance opérationnelle de leur banque centrale pourraient contribuer très utilement à renforcer la crédibilité de la politique monétaire. Avec ces considérations générales à l'esprit, le Comité des gouverneurs poursuit ses discussions sur la gestion du SME.

2. LES ORIENTATIONS DE LA POLITIQUE MONETAIRE POUR 1993

Lorsque, en décembre 1992, le Comité des gouverneurs a examiné les intentions des autorités monétaires nationales pour 1993, la plus grande incertitude entourait les perspectives concernant l'économie mondiale, ainsi que la croissance et l'inflation dans la Communauté ; en outre, de nouvelles poussées de tension sur les marchés de change montraient que le calme n'était pas encore revenu durablement dans le SME. On prévoyait que le taux de croissance du PIB en volume de la Communauté serait à peu près aussi bas que celui des deux années précédentes et que, malgré la faiblesse de l'activité, l'inflation ne reculerait encore que modérément.

Les gouverneurs étaient unanimes à penser que les politiques monétaires devaient rester orientées en fonction de leur objectif à moyen terme : la réalisation et le maintien de la stabilité des prix dans l'ensemble de la Communauté. La politique monétaire ne peut atteindre cet objectif que si elle est conduite de manière à garder fermement le cap. Comme l'expérience l'a montré, les avantages

que l'activité économique peut tirer d'un assouplissement prématuré des conditions monétaires s'amenuisent rapidement et ils sont bientôt contrebalancés, et au-delà, par des conséquences fâcheuses à plus long terme auxquelles il est difficile et pénible de remédier. Aussi le Comité des gouverneurs a-t-il insisté sur la nécessité d'une politique monétaire axée sur le moyen terme qui assure une nouvelle baisse de l'inflation, sans restreindre les possibilités de reprise durable de l'activité économique.

Cependant, ainsi que le soulignait le précédent Rapport annuel, l'efficacité de la politique monétaire envisagée repose dans une large mesure sur le soutien que lui apporteront la politique budgétaire et l'évolution des salaires. Il est urgent d'améliorer le dosage de mesures budgétaires et d'action monétaire dans un certain nombre d'Etats membres. Le caractère peu favorable des perspectives économiques pour 1993 ne doit pas faire perdre de vue la nécessité de l'assainissement des finances publiques. Cette nécessité apparaît plus pressante encore à la lumière du Traité de Maastricht, qui souligne l'impératif de discipline des finances publiques et établit une référence pour le déficit budgétaire, au niveau de 3 % du PIB, afin de mieux apprécier le caractère viable de la situation financière des Etats. Selon les dernières prévisions publiées par la Commission, le déficit budgétaire s'élèverait, pour l'ensemble de la Communauté, à 5 3/4 % en 1993, en hausse d'un demi-point sur le niveau de l'an dernier, qui était déjà insupportable dans une optique à moyen terme. Si l'on veut maintenir la crédibilité des politiques des Etats membres et des obligations inscrites dans le Traité, tout en évitant de surcharger la politique monétaire, les mesures nécessaires de redressement financier doivent être prises maintenant. Les pays ayant un déficit budgétaire excessif, en particulier, doivent intensifier leurs efforts de correction du déficit structurel. Ailleurs, il ne faut pas que la faiblesse de la croissance économique entraîne une augmentation du déficit qui excède les effets automatiques normaux de la diminution des recettes et de l'alourdissement des dépenses sociales. En outre, si certains pays de la Communauté ont réussi à contenir la progression des salaires nominaux en 1992, la nécessité demeure d'une modération sensible là où les coûts de main-d'oeuvre augmentent à un rythme rapide. De plus, tous les pays de la Communauté

doivent persévérer dans leurs efforts de réduction des rigidités structurelles affectant les marchés du travail. Des programmes nationaux de convergence ont été établis, après avoir été débattus au niveau communautaire, afin de favoriser les ajustements de politique qui s'imposent en la matière.

Le caractère décevant des évolutions économiques et financières en 1992 a montré, on ne peut plus clairement, combien il importe de parvenir rapidement à un meilleur équilibre entre les mesures budgétaires et l'action monétaire et de renforcer les politiques axées sur l'offre. Il est nécessaire de faire des progrès décisifs dans ces domaines, non seulement pour consolider les fondements d'une croissance durable, mais aussi pour rétablir la stabilité des rapports de change entre les monnaies de la Communauté. Bien que les autorités nationales conservent la responsabilité en matière de politique monétaire, le renforcement de la coordination, dans le cadre du Comité des gouverneurs, doit également contribuer au rétablissement de la crédibilité du mécanisme de change européen (MCE), sans laquelle il sera beaucoup plus difficile de réduire durablement les écarts de taux d'intérêt entre pays.

Les réalignements intervenus récemment et les variations de taux de change qu'ont accusées dans le même temps les monnaies des pays ayant suspendu leurs engagements au titre du MCE ont certainement contribué à corriger les effets des déséquilibres passés. Toutefois, les modifications de taux de change et, en particulier, le flottement temporaire de certaines monnaies ne doivent pas être interprétés de manière erronée : ils n'ont pas supprimé les contraintes pesant sur les politiques économiques internes. L'intégration étroite des économies au sein de la Communauté et l'interdépendance croissante découlant de la réalisation du marché unique pour les personnes, les biens, les services et les capitaux ne laissent pas d'autre choix que la coopération et une coordination poussée des politiques nationales.

3. LES TRAVAUX PREPARATOIRES AU PASSAGE AUX PHASES 2 ET 3 DE L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE.

Ainsi qu'il y avait été invité par le Conseil des communautés européennes, le Comité des gouverneurs a mis en route les travaux préparatoires visant à créer les conditions requises pour la mise en oeuvre du Traité de Maastricht dans le domaine monétaire. Ces travaux concernent essentiellement d'une part la fondation de l'Institut monétaire européen (IME) et, d'autre part, certains domaines spécifiques qui sont liés à l'objectif plus lointain d'une politique monétaire unique, mais qui exigent une très longue période de préparation.

Les travaux préparatoires à la création de l'IME ont, jusqu'à présent, été centrés principalement sur les responsabilités de cette nouvelle institution. Certaines se confondent avec celles qui sont assignées actuellement au Comité des gouverneurs, comme la coordination des politiques monétaires, ou au Fonds européen de coopération monétaire, comme la gestion des mécanismes du SME. Dans ces domaines, l'objectif est d'assurer la transition sans heurts avec l'Institut monétaire européen. En outre, le Comité des gouverneurs cherche en ce moment à déterminer la meilleure manière pour l'IME de s'acquitter de ses fonctions opérationnelles. Ces dernières comprennent, en vertu des statuts de l'IME : les tâches actuelles du Fonds européen de coopération monétaire ; des responsabilités nouvelles, notamment la gestion des réserves de change pour le compte et à la requête des banques centrales nationales, ainsi que les fonctions relatives à l'écu.

En ce qui concerne les travaux préparatoires de plus longue haleine, le Comité des gouverneurs a identifié cinq domaines majeurs qui méritent d'être abordés sans retard : les statistiques, les questions relatives aux systèmes de paiement, la fabrication et l'émission d'un billet de banque européen, les problèmes comptables et la mise en place de systèmes d'information. Pour chacun de ces projets spécifiques ont été créés de nouveaux Groupes de travail. Leur première tâche consistera essentiellement à recueillir tous les

éléments d'information nécessaires et à faire l'inventaire de la situation, afin de préparer le terrain pour les décisions à prendre dans l'avenir en vue de créer les infrastructures intégrées qui seront nécessaires. Enfin, le Comité a engagé également les travaux préliminaires visant à bien cerner, dans leurs grands traits, les principales questions se rapportant aux caractéristiques, instruments et techniques d'application de la future politique monétaire unique.

--*-*

Le premier chapitre du Rapport traite de l'évolution économique et de la politique monétaire en 1992. Dans le second, on décrit les instruments de la politique monétaire et leur mise en oeuvre dans la Communauté. Le troisième donne un aperçu des caractéristiques institutionnelles des douze banques centrales. Le chapitre final rend compte des activités du Comité des gouverneurs et de la préparation au passage à l'Union économique et monétaire.

I L'EVOLUTION ECONOMIQUE ET LA MISE EN OEUVRE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

1. LE CONTEXTE ECONOMIQUE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Après la vigoureuse expansion des dernières années 80, la croissance économique des pays de la Communauté s'est fortement ralentie en 1991 pour rester faible en 1992. Ce tassement de l'activité reflète l'influence d'un environnement extérieur défavorable et celle d'une demande intérieure en veilleuse. Le taux d'inflation moyen a continué de baisser en 1992, mais on est encore loin de l'objectif à moyen terme de stabilité des prix. En outre, ce recul de l'inflation a été assez limité, malgré la faiblesse notable des prix à l'importation dans la CEE et une croissance de la production plus modeste que prévu. Cette résistance de l'inflation tient en grande partie aux facteurs internes, avec des hausses de prix particulièrement fortes dans les secteurs de l'économie se trouvant à l'abri de la concurrence internationale. Si les écarts de taux d'inflation entre les pays de la Communauté ont continué de se réduire en 1992, cela s'explique en partie par la baisse enregistrée au Royaume-Uni et par la hausse en Allemagne, où l'inflation est faible en règle générale.

1.1 L'environnement extérieur

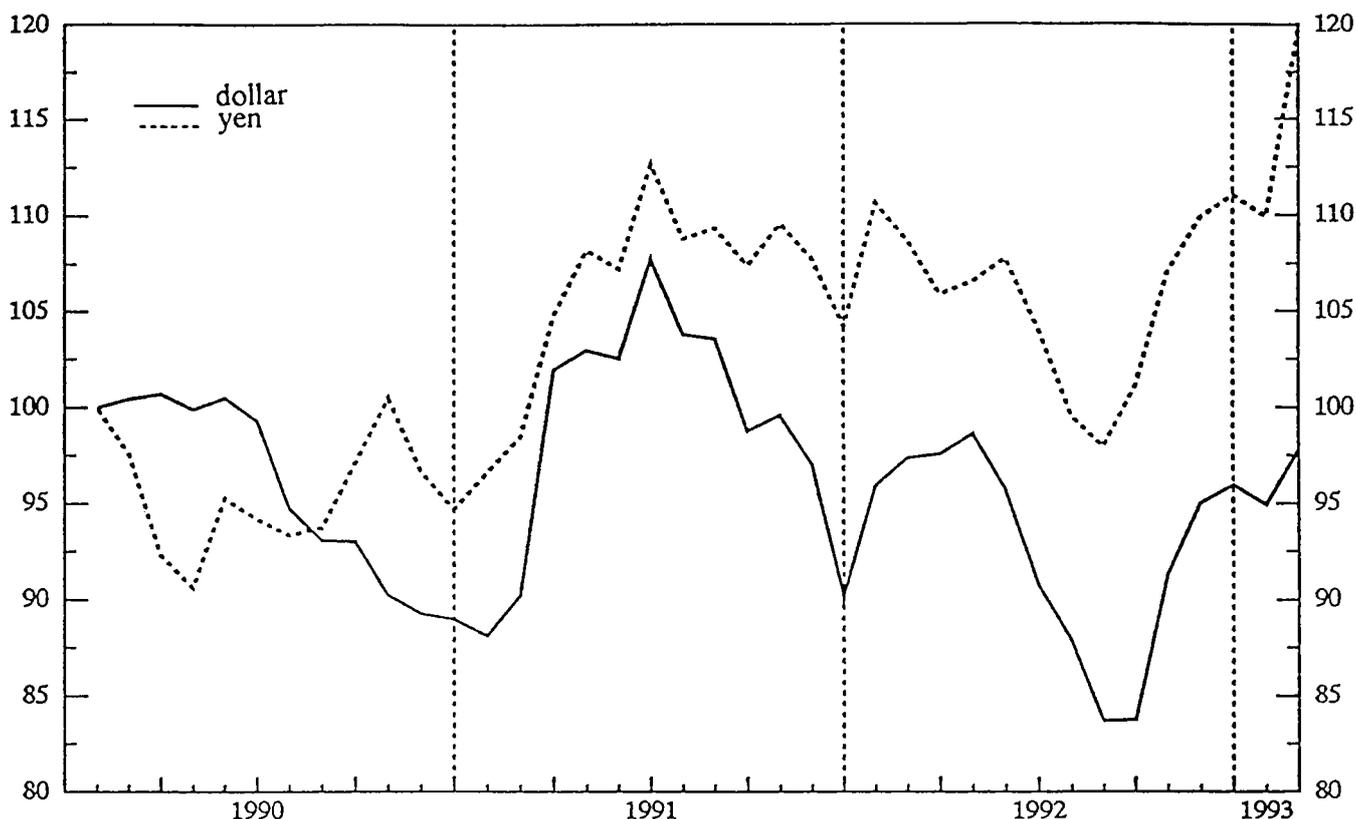
La croissance des principaux marchés de la Communauté à l'exportation n'a marqué qu'une légère amélioration en 1992, décevant ainsi l'espoir qu'on avait formé d'une plus forte stimulation extérieure. Aux Etats-Unis, la production a continué de se redresser, mais le rythme de croissance a été sensiblement inférieur à ce que l'on constate normalement dans cette phase du cycle économique et la reprise a donné par moments des signes de fragilité. Constatant que les indicateurs ne livraient pas un message clair en ce qui concerne la fermeté de cette reprise et sa durabilité, la Réserve fédérale a assoupli la politique monétaire un certain nombre de fois au cours de l'année. Les incertitudes concernant la vigueur relative du redressement de la conjoncture américaine et, du même coup, l'évolution future des taux d'intérêt ont rendu le dollar instable.

Les signes de forte croissance observés dans les premiers mois de 1992 ont fait sensiblement monter ses cours, puis, comme la reprise vacillait et que les autorités monétaires américaines avaient encore relâché les rênes, il s'est déprécié vis-à-vis du deutschemark de quelque 15 % entre fin avril et fin août. Ultérieurement, le dollar s'est raffermi d'environ 14 % jusqu'à la fin de 1992, au vu des chiffres témoignant d'un rebond plus vigoureux de l'activité aux Etats-Unis et de la réduction des taux d'intérêt allemands en septembre (voir graphique 2).

Au Japon, la croissance s'est nettement ralentie en 1992 avec la chute brutale des prix des actifs. Face à cette situation, les autorités monétaires ont encore assoupli leur politique et le gouvernement a annoncé en août un programme important de relance budgétaire. Les pays de l'AELE, qui absorbent environ un quart des exportations totales de la Communauté, sont restés en 1992 en situation de récession, sous l'effet d'un niveau élevé des taux d'intérêt réels et de l'atonie de la demande globale.

GRAPHIQUE 2 · TAUX DE CHANGE DU DOLLAR DES ETATS-UNIS ET DU YEN CONTRE DEUTSCHEMARK

Janvier 1990 = 100



Les prix moyens des matières premières hors pétrole, exprimés en dollars, n'ont guère varié en 1992 tandis que les cours du pétrole étaient aussi relativement peu soutenus. Cette faiblesse des prix des produits de base, jointe à la mollesse de la demande, a entraîné un ralentissement de l'inflation à l'échelle mondiale. En outre, la hausse générale des taux de change des monnaies de la Communauté par rapport aux autres devises, pendant une bonne partie de l'année, a contribué à réduire les tensions inflationnistes à l'intérieur de la zone. De fait, les prix à l'importation ont diminué dans six des Etats membres tandis que, dans les autres, la hausse a été inférieure à celle de l'indice des prix dérivé du PIB.

1.2 Les performances économiques et la convergence des évolutions dans la Communauté

La *croissance* du PIB est demeurée faible en 1992, marquant un très léger ralentissement, avec un taux de 1,1 % pour l'ensemble de la Communauté (voir tableau R1 page 50). La médiocrité de l'activité tient en partie au fait, déjà noté, que la conjoncture a continué de se dégrader globalement dans le monde. Outre ce ralentissement de la demande extérieure, l'activité dans la Communauté a aussi été affectée par un repli des investissements privés et de la consommation. Sur fond de taux d'intérêt réels élevés dans la plupart des pays membres, on a assisté à une érosion de la confiance parmi les consommateurs et les chefs d'entreprise. Le ralentissement a été particulièrement net en Allemagne où, après un premier trimestre bien orienté, l'activité dans la partie occidentale du pays a diminué pendant le reste de l'année, tandis que, dans la partie orientale, elle n'a marqué qu'un modeste rebond. Le tassement de la demande dans l'ensemble de l'Allemagne a contribué à prolonger le marasme dans les autres pays de la Communauté alors que, au contraire, la réunification avait donné une forte impulsion aux échanges. Parmi les autres pays qui avaient bénéficié d'une croissance relativement rapide en 1991, l'Espagne et les Pays-Bas ont connu un net ralentissement. La France, en revanche, a enregistré une modeste reprise, due surtout à la bonne tenue des exportations, encore que la croissance soit restée très en deçà de son

potentiel. Ailleurs, l'activité est demeurée très faible. Au Royaume-Uni, en particulier, le haut niveau d'endettement du secteur privé, joint à la baisse des prix de l'immobilier, a entraîné une nouvelle contraction du PIB, plus faible cependant qu'en 1991 (voir encadré 1). La médiocrité de la conjoncture dans la Communauté a eu des effets défavorables sur les marchés du travail, de sorte que le chômage s'est amplifié dans presque tous les pays membres pour frôler la barre des 10 % en moyenne à la fin de l'année (voir tableau R2 page 50). Bien que les différences de taux de croissance entre les pays de la Communauté aient été un peu moins prononcées que l'année précédente, l'écart entre le niveau de la production effective et celui de la production tendancielle s'est encore creusé en 1992 (voir tableau 2).

**TABLEAU 2 : ECARTS DE LA PRODUCTION PAR RAPPORT A LA TENDANCE
ET DEPHASAGES CONJONCTURELS**

		Allemagne (ouest)	France	Italie	Royaume- Uni	Dispersion (a)
1 PIB par rapport au niveau tendanciel (estimations OCDE)	1989	100,9	101,8	101,2	102,9	0,9
	1990	103,5	101,6	100,9	102,1	1,1
	1991	104,7	100,3	99,9	97,5	3,0
	1992 (b)	102,9	99,7	98,6	94,1	3,6
2 PIB en volume par rapport à l'Allemagne (1989=100)	1989	100,0	100,0	100,0	100,0	-
	1990	100,0	97,3	97,2	95,7	1,8
	1991	100,0	94,7	95,1	90,0	4,1
	1992 (b)	100,0	95,0	94,6	88,1	4,9
3 Taux de croissance du PIB en volume	1989	3,4	4,7	2,9	2,1	1,1
	1990	5,1	2,3	2,2	0,6	1,9
	1991	3,7	0,9	1,4	-2,5	2,6
	1992 (b)	1,5	1,8	1,0	-0,6	1,1

Sources : Données nationales, OCDE

(a) Ecart-type non pondéré

(b) Estimations

Le taux moyen *d'inflation* dans la Communauté a encore baissé, passant de 5,1 % en 1991 à 4,3 % en 1992 (voir tableau R3). La relative résistance qu'offre l'inflation tient en grande partie aux hausses des coûts intérieurs, ainsi qu'aux augmentations de prix des biens n'entrant pas dans le commerce extérieur et des services dans les économies nationales où la pression de la concurrence est généralement moins forte (voir encadré 2). Si la progression des salaires nominaux s'est modérée dans la Communauté considérée

globalement, elle est restée supérieure à 5 % dans la plupart des pays (voir tableau R4). De plus, les marges bénéficiaires ont continué d'augmenter dans un certain nombre d'Etats membres. De surcroît, les majorations d'impôts indirects ou de tarifs de services publics ont accentué la poussée des prix à la consommation, notamment en Allemagne, en Espagne, en Grèce, aux Pays-Bas et au Portugal.

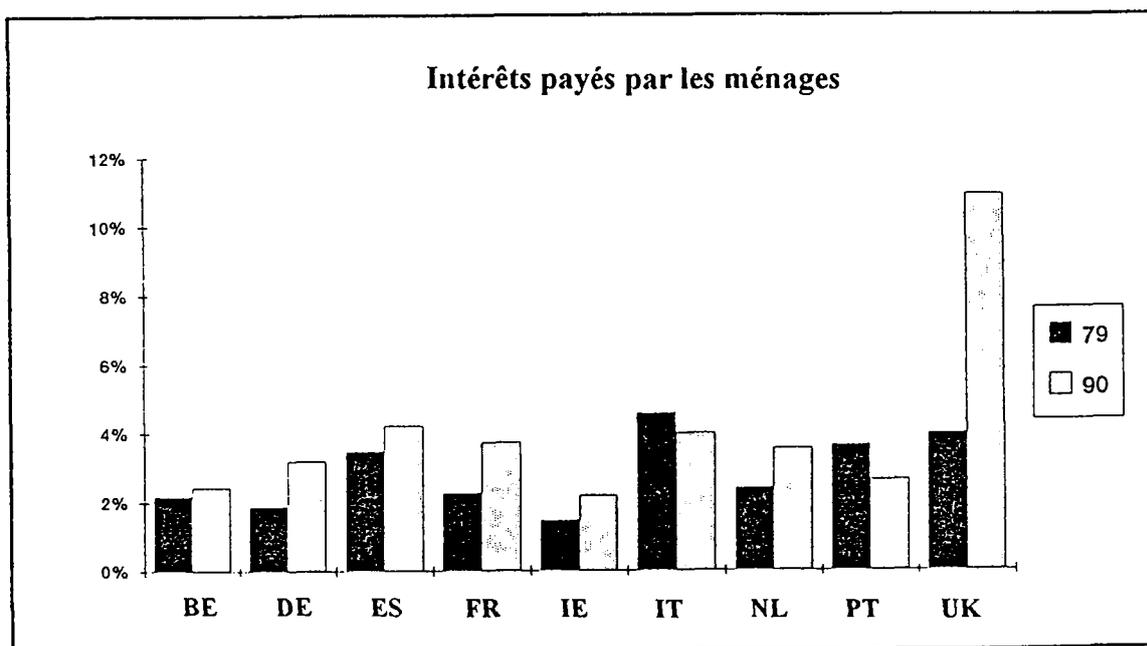
La dispersion des taux d'inflation dans la Communauté s'est encore réduite en 1992. Comme l'année précédente, toutefois, ce resserrement tient pour partie à la hausse du chiffre enregistré en Allemagne, où l'inflation a atteint 4 % en moyenne dans la partie occidentale du pays, contre 3,5 % en 1991. Dans la partie orientale, les hausses ont été sensiblement plus fortes du fait de l'ajustement des loyers et d'autres prix, ainsi rapprochés du niveau du marché. En revanche, l'inflation a sensiblement diminué au Royaume-Uni, soit de 5,9 % à 3,7 %, avec la prolongation de la récession et la vive progression du chômage. Dans le groupe des pays où l'inflation avait été relativement élevée en 1991, on a observé aussi des baisses notables en Grèce, en Italie et au Portugal, alors que le taux de hausse des prix est resté pratiquement inchangé en Espagne, où le relèvement de 3 points de la TVA a effacé le ralentissement de l'indice hors impôt. Dans les autres pays, où l'inflation était relativement faible ces dernières années, elle a légèrement diminué.

A l'échelle de la Communauté prise dans son ensemble, la situation des *finances publiques* s'est détériorée en 1992, le rapport global du besoin de financement des administrations au PIB passant à 5,3 %, contre 4,7 % l'année précédente (voir tableau R5). Le déficit budgétaire s'est accru de manière particulièrement frappante au Royaume-Uni, où il a plus que doublé pour dépasser 6 % du PIB, à cause surtout des effets défavorables de la conjoncture sur les recettes et les dépenses, mais aussi des mesures de relance prises délibérément par les autorités. En Allemagne, le déficit est resté pratiquement inchangé, à près de 4 % du PIB, les coûts de la réunification continuant d'alimenter les tensions budgétaires. En outre, les organismes placés dans la mouvance de l'Etat, comme la Treuhand, ont contracté en 1992 d'importants emprunts, dont le total équivaut à 2 % environ du PIB. Le ralentissement de la croissance allemande ajoute

Encadré 1 : L'ENDETTEMENT DU SECTEUR PRIVE DANS LES PAYS DE LA CEE

La structure de bilan du secteur des ménages et de celui des entreprises a des répercussions importantes sur l'évolution des dépenses de consommation et des investissements, ainsi que sur la sensibilité de la demande globale aux variations des taux d'intérêt. Les chiffres font apparaître des différences significatives de niveau de l'endettement privé entre les pays de la Communauté.

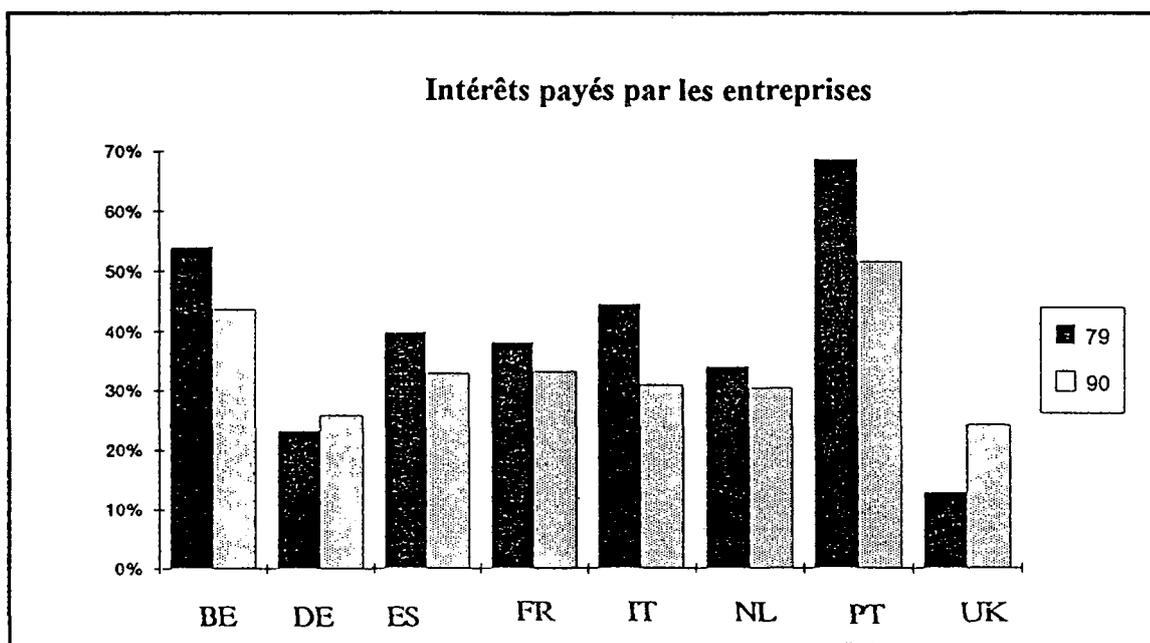
En ce qui concerne le *secteur des ménages*, le niveau d'endettement au Royaume-Uni est nettement plus élevé que dans les autres pays de la Communauté. Après avoir augmenté fortement dans les années 80, sur fond de déréglementation financière, d'optimisme dans les anticipations en matière de revenus et de vive hausse des prix des actifs, le montant de la dette des ménages au Royaume-Uni a atteint en 1990 78 % de leur revenu brut ; leurs emprunts, à court ou à long terme, ont été contractés, en majeure partie, à taux d'intérêt variable. En revanche, le rapport était de 45 % en France et de 37 % en Allemagne, deux pays où les prêts sont accordés essentiellement à long terme et à taux fixe. L'ampleur de l'endettement des particuliers au Royaume-Uni, encore accentuée en 1990 par le niveau élevé des taux d'intérêt nominaux, a pour conséquence que le rapport des intérêts payés aux revenus se situe bien au-dessus des chiffres enregistrés dans le reste de la Communauté et qu'il est nettement supérieur à son niveau des dernières années 70 (voir le graphique ci-dessous).



En ce qui concerne l'actif, l'évolution des avoirs immobiliers -composante importante du patrimoine global des ménages- accuse aussi de grandes différences suivant les pays. En Allemagne, les prix des logements ont sensiblement augmenté ces dernières années, avec une hausse d'environ 30 % depuis 1986. En France, ils ont quelque peu baissé en 1991 et 1992, après leur envolée des années antérieures. Au Royaume-Uni, la conjonction de taux d'intérêt élevés et d'une activité économique languissante a entraîné une chute des prix des logements, qui ont diminué d'environ 14 % depuis le point haut observé en 1989. Plus d'un million de ménages se trouvent maintenant avoir un bien immobilier dont la valeur est inférieure à l'encours du prêt hypothécaire contracté pour l'acquérir.

suite

En 1990, l'endettement du secteur *des sociétés non financières* représentait 332 % de leurs revenus en France, 206 % en Allemagne et 144 % au Royaume-Uni. Ces différences s'expliquent par un certain nombre de caractéristiques économiques et institutionnelles, notamment la plus ou moins grande faveur dont jouit le recours à l'endettement par rapport au financement par fonds propres. Le niveau des intérêts versés par les entreprises en proportion de leurs bénéfices varie considérablement dans la Communauté suivant les pays (voir le graphique ci-dessous)¹, allant de 53 % au Portugal à 24 % au Royaume-Uni. Si ces chiffres constituent des éléments d'information utiles, il faut aussi rappeler que, dans la plupart des pays de la Communauté (à l'exception du Royaume-Uni et de l'Irlande), la plus grande part des emprunts contractés par les entreprises est assortie de taux d'intérêt fixes.



Les données présentées ci-dessus permettent de tirer un certain nombre de conclusions. La conjonction d'un endettement important et de la baisse des prix des logements au Royaume-Uni fait apparaître le bilan du secteur des ménages comme étant moins "sain" que dans les autres pays de la CEE. De ce fait, et compte tenu de la prévalence de la formule des prêts à taux variable, les dépenses des ménages vont être sans doute relativement plus sensibles, au Royaume-Uni, aux variations des taux d'intérêt. On voit d'autre part que les efforts des ménages britanniques pour améliorer leur situation financière, en restreignant leurs dépenses et en réduisant leur endettement, ont contribué à affaiblir l'activité. Dans les autres pays de la CEE, il n'y a guère de raisons pour penser que la restructuration du bilan des ménages ait joué un rôle significatif dans l'évolution de la consommation au cours des dernières années. En ce qui concerne le secteur des entreprises, le niveau de l'endettement et des charges d'intérêt accuse des différences sensibles d'un pays à l'autre, de sorte que l'incidence des fluctuations de taux d'intérêt est assez variable. On doit noter également que la pratique largement répandue des prêts à taux fixe dans beaucoup de pays où le taux d'endettement est élevé peut mettre les ménages et les entreprises à l'abri des effets des variations des conditions à court terme.

¹ Dans les graphiques ci-dessus, les années auxquelles se rapportent les données sont pour la Belgique et le Portugal 1979 et 1989, pour l'Espagne 1981 et 1990, pour l'Italie 1980 et 1988

Encadré 2 : EVOLUTION DE L'INFLATION SUIVANT LES SECTEURS D'ACTIVITE

Dans la plupart des pays de la Communauté, l'évolution des prix au cours de la période récente présente cette particularité frappante que les taux d'inflation sont très différents, suivant que l'on considère les secteurs produisant des biens qui font l'objet d'échanges internationaux ("biens exportables") ou les secteurs qui produisent des biens et services consommés essentiellement dans le pays et qui sont plus abrités de la concurrence (voir le tableau ci-dessous).

Des progrès considérables ont été faits ces dernières années sur la voie de la convergence vers un faible niveau d'inflation dans le secteur des biens exportables, sous l'effet d'une concurrence de plus en plus vive sur les marchés mondiaux. Les données disponibles actuellement incitent toutefois à penser que cette évolution pourrait traduire une compression prolongée des marges bénéficiaires ou des salaires relatifs dans certains pays, tendance qui ne pourrait guère se maintenir à moyen terme.

Le taux d'inflation du secteur abrité est généralement bien supérieur à celui du secteur des biens exportables, en particulier dans les pays où le taux d'inflation moyen est plus élevé. De fait, pour l'ensemble de la Communauté, l'écart entre les deux taux a été, en 1992, proche de son plus haut niveau sur dix ans. Les prix des produits non exportables augmentent normalement plus vite que les autres : la productivité est généralement plus faible, en raison des différences entre les deux secteurs dans les techniques de production et dans le degré de concurrence. De plus, le déplacement qui s'opère à l'intérieur de la demande dans le sens d'une plus grande consommation de services à mesure que les revenus augmentent, peut aussi influencer sur l'évolution des prix relatifs. Dans certains pays, toutefois, l'importance de l'écart entre les taux d'inflation sectoriels, jointe à la résistance plus forte de l'inflation dans le secteur abrité, semble dénoter l'existence de problèmes structurels qui font obstacle à la réduction de l'inflation. Dans ces pays, des mesures visant à renforcer la concurrence et à accroître la productivité dans le secteur abrité augmenteraient par conséquent l'efficacité des politiques monétaire et budgétaire dans la poursuite de la stabilité des prix.

ECARTS D'INFLATION TENDANCIELLE ENTRE LE SECTEUR ABRITE ET LE SECTEUR DES BIENS EXPORTABLES (a)

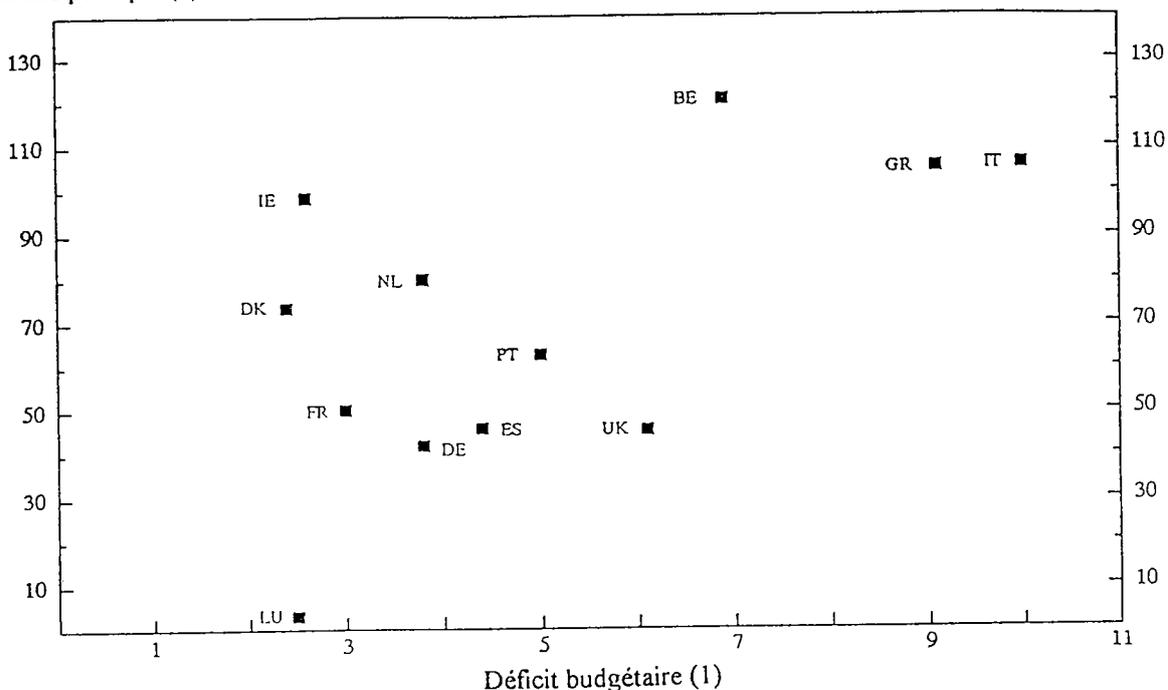
Pays	En points de pourcentage					Pour mémoire	
	1990	1991	1992 (b)	moyenne 1982-1986	moyenne 1987-1991	En pourcentage	
						Taux d'inflation dans le secteur abrité 1992 (b)	Taux d'inflation dans le secteur des biens exportables 1992 (b)
Belgique	0,6	1,4	1,8	-0,7	0,1	4,2	2,4
Danemark	-0,1	1,4	3,3	0,9	1,3	3,5	0,2
Allemagne (ouest)	0,7	0,6	2,8	1,6	1,2	5,5	2,7
Grèce	3,6	5,0	4,5	0,3	5,5	19,2	14,7
Espagne	6,8	7,5	4,3	0,3	5,3	8,8	4,5
France	3,4	1,9	2,9	1,0	3,3	4,5	1,6
Irlande	2,0	1,5	1,4	2,8	1,5	3,9	2,5
Italie	5,4	4,9	4,7	4,5	4,2	7,5	2,8
Pays-Bas	1,5	2,6	1,5	1,4	1,5	4,1	2,6
Portugal	10,1	7,1	3,8	1,1	3,3	11,2	7,4
Royaume-Uni	1,6	3,4	3,5	1,4	2,0	7,3	3,8
Moyenne des pays de la CEE	3,1	3,2	3,4	1,8	2,8	6,6	3,2
Dispersion dans la CEE (c)	2,3	2,1	0,9	1,4	1,5	2,4	1,9

(a) Valeurs nationales fournies par les banques centrales à partir de méthodes d'estimation. Ces méthodes étant variables, les comparaisons entre les pays et l'estimation globale pour la Communauté doivent être interprétées avec prudence. On ne dispose pas de données pour le Luxembourg. (b) Estimations dans certains cas. (c) Ecart-type pondéré

aux difficultés que présente le rééquilibrage entre les différents instruments de la politique économique. L'Italie a pu, certes, réduire dans une certaine mesure son déficit budgétaire, mais bien moins qu'il n'était prévu à l'origine, en raison notamment de facteurs conjoncturels défavorables. Etant donné l'urgente nécessité d'assainir les finances publiques, un ensemble très important de mesures budgétaires a été adopté vers la fin de l'année. Bien que nombre de ces mesures aient un caractère structurel, il faudra aller plus loin à moyen terme dans la voie de la rigueur pour redresser suffisamment la situation. Ailleurs, le niveau du déficit du secteur public a varié plus faiblement. Parmi les autres pays ayant un déficit élevé, on a enregistré une baisse du niveau du besoin de financement en Espagne, en Grèce et au Portugal ; par ailleurs, une légère hausse est intervenue en Belgique, au Danemark, en France, au Luxembourg et aux Pays-Bas. Dans le groupe des pays affichant un niveau élevé d'endettement public, le rapport dette/PIB a augmenté en Belgique, en Grèce, en Italie et aux Pays-Bas, mais il a encore diminué en Irlande (voir graphique 3).

GRAPHIQUE 3 SITUATION BUDGETAIRE DES
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES EN 1992
(en pourcentage du PIB nominal)

Dettes publiques (1)



Sources : Données nationales, Commission des Communautés européennes.

(1) Estimations. Les chiffres peuvent ne pas concorder avec les principes relatifs aux définitions sur lesquels s'appuie la procédure concernant les "déficits excessifs" prévue dans le Traité de Maastricht, lesquels continuent d'être discutés en vue d'une harmonisation

Après s'être sensiblement réduite dans les années antérieures, la dispersion des *résultats de balance courante* des Etats membres a été en 1992 un peu plus grande que l'année précédente, tout en restant relativement limitée au regard des valeurs observées généralement dans la période récente (voir tableau R6). Dans la plupart des pays, le solde de la balance courante n'a guère varié. Les évolutions les plus notables à cet égard en 1992 sont la nouvelle progression de l'excédent au Danemark et en Irlande, l'apparition d'un léger excédent en France, la quasi élimination du déficit au Portugal et, au contraire, son accroissement en Grèce, en Espagne, en Italie et au Royaume-Uni. Pour l'ensemble de la Communauté, le déficit de balance courante vis-à-vis du reste du monde est resté inchangé, au niveau de 1 % du PIB.

A la fin 1992, tous les pays de la Communauté avaient aboli les contrôles sur les mouvements de capitaux, à l'exception de la Grèce, en vertu d'une dérogation.

2. L'EVOLUTION DES CONDITIONS MONÉTAIRES ET DES TAUX DE CHANGE

Les politiques monétaires suivies en 1992 dans la Communauté ont été conçues de manière à favoriser un nouveau recul de l'inflation, cette orientation étant conforme à l'objectif commun des autorités monétaires des douze pays, qui est d'oeuvrer pour la convergence vers la stabilité des prix.

Bien que la situation économique reste très variable d'un pays à l'autre, avec des déphasages conjoncturels importants et des différences très marquées en matière de hausse des coûts et des prix, l'interdépendance financière croissante des participants au mécanisme de change du SME a sensiblement réduit la marge possible de différenciation des politiques monétaires. Etant donné l'influence capitale de la politique des autorités allemandes sur les conditions monétaires prévalant dans la Communauté, l'orientation restrictive qu'exigeait la lutte contre les tensions inflationnistes en Allemagne a donné le ton de la situation monétaire dans l'ensemble de la zone.

Dans les pays affichant un taux d'inflation peu élevé ou en baisse rapide, mais aussi une activité économique ralentie, cet état de choses a rendu plus aigu le conflit entre les objectifs interne et externe des autorités, l'orientation qu'il fallait donner à la politique monétaire pour préserver la stabilité du taux de change ayant été souvent plus restrictive qu'on ne l'aurait souhaité au regard de la conjoncture économique interne.

Au second semestre de l'année, le dilemme a été encore aggravé par les tensions sans précédent apparues au sein du MCE : en effet, la crainte s'est répandue parmi les opérateurs des marchés que l'insuffisante convergence des évolutions économiques et les conflits d'objectifs auxquels les gouvernements apparaissaient confrontés ne rendent inévitables des réalignements. La défense des parités face aux attaques de la spéculation est devenue par moments le souci dominant dans la fixation des conditions monétaires nationales. Les réactions des autorités aux tensions sur les changes ont entraîné une augmentation importante des écarts de taux d'intérêt par rapport à l'Allemagne. L'Italie et le Royaume-Uni, qui, en décidant à la mi-septembre de suspendre leur participation au MCE, se donnaient une plus grande latitude pour adapter la politique monétaire à la situation interne, ont mis cette faculté à profit pour abaisser les taux d'intérêt à court terme. Au Royaume-Uni, ces taux ont été ramenés bien au-dessous du niveau de l'Allemagne, tandis qu'en Italie les réductions décidées ont sensiblement rétréci l'écart avec les taux allemands.

Dans la présente section, on appréciera l'orientation des politiques monétaires en retraçant brièvement l'évolution des agrégats monétaires et les grandes tendances des taux d'intérêt. On s'attachera ensuite à l'évolution des taux de change qui, comme il a été dit plus haut, a exercé en 1992 une influence importante sur celle des situations monétaires nationales.

2.1 Les évolutions monétaires

Les agrégats monétaires

La croissance des agrégats monétaires de définition large s'était fortement ralentie dans la Communauté en 1990 et 1991, sous l'effet de l'orientation restrictive de la politique monétaire et d'une progression réduite de la demande nominale. En 1992, après avoir repris une cadence plus élevée au premier semestre dans un certain nombre de pays, l'expansion monétaire a, par la suite, donné de nouveaux signes de ralentissement, la demande nominale ayant continué de faiblir. Dans la plupart des pays adoptant des objectifs chiffrés, la progression effective est restée à l'intérieur de la fourchette qui avait été fixée ou ne s'en est guère écartée (voir tableau 3). L'Allemagne a fait exception, la masse monétaire au sens large ayant accusé en 1992 une forte progression, particulièrement à l'automne, et l'objectif officiel a été nettement dépassé. Pour l'ensemble de l'année, la croissance monétaire dans la Communauté a été du même ordre qu'en 1991 (voir tableau R7).

En Allemagne, elle a continué de s'accélérer en 1992 sous l'effet, surtout, de l'expansion rapide du crédit. Les larges facilités d'accès aux prêts à taux bonifié, notamment à ceux qui sont accordés pour les investissements dans la partie orientale du pays, ont été un facteur important de la forte demande de crédits. L'ampleur exceptionnelle de la demande de numéraire et l'incitation à détenir des avoirs liquides dans une période où les taux à court terme dépassent les taux longs (inversion de la courbe des rendements) ont contribué également à l'expansion de l'agrégat monétaire. Au second semestre de l'année, les entrées considérables de capitaux liées à la crise des changes ont entraîné une nouvelle accélération de la croissance monétaire, encore que le mouvement se soit partiellement inversé en novembre et en décembre.

TABLEAU 3 : AGREGATS MONETAIRES : OBJECTIFS ET RESULTATS (a)

A. Pays fixant des objectifs pour la croissance monétaire

Pays	Variable ciblée	1991		1992		1993
		Objectif	Résultat	Objectif	Résultat	Objectif
Allemagne	M3	3-5 (b)	5,2	3,5-5,5	9,4	4,5-6,5
Grèce	M3	14-16	12,3	9-12 (c)	15,0	9-12
Espagne	M3	-	-	7-11 (c)	4,3 (f)	4-7
	ALP	7-11	12,1 (10,8)(d)	8-11 (c)	5,1 (f)	4,5-7,5
France	M3	5-7	3,8	4-6	5,9	4-6,5
Italie	M2	5-8	9,0	5-7 (c)	5,9	5-7
Portugal	M3	-	-	12-15 (c)	16,0	-
	L-	12,0	19,1	12-16	12,5	-
Royaume-Uni	M0	0-4	2,3	0-4	3,8 (g)	..

B. Pays fixant des objectifs pour les contreparties internes de la croissance monétaire

Pays	Variable ciblée	1991		1992		1993
		Objectif	Résultat	Objectif	Résultat	Objectif
Danemark	Création monétaire d'origine interne (e)	4-7	1,4	4-7	-9,1	-
Pays-Bas	Création monétaire d'origine interne des banques (e)	7-8	11,2	7-8	10,6	-

Source : Données nationales.

"-": objectif non fixé.

(a) Les objectifs sont fixés pour l'année civile (du 4ème trimestre au 4ème trimestre ou de décembre à décembre) sauf au Royaume-Uni (de mars à mars). Les colonnes des résultats donnent les taux de croissance correspondants des variables retenues. Il n'est pas fixé d'objectif quantitatif de croissance monétaire chiffré en Belgique, en Irlande et au Luxembourg, ni, pour 1993, au Danemark, aux Pays-Bas et au Portugal

(b) Fourchette de 4 à 6 % avant la révision de l'objectif en milieu d'année.

(c) L'objectif s'applique à l'agrégat dans sa définition révisée.

(d) Les chiffres entre parenthèses donnent le résultat de 1991 pour l'agrégat tel qu'il a été redéfini à partir de 1992

(e) Création monétaire d'origine interne (Danemark : progression de l'ensemble "Crédits aux résidents en monnaie nationale + Encours d'obligations libellées en monnaie nationale - Dépôts spéciaux" Pays-Bas : progression de l'ensemble "Crédits au secteur privé intérieur + Prêts à long terme à l'Etat et aux collectivités locales- Passif non monétaire interne").

(f) Si l'on tient compte des changements exceptionnels intervenus en janvier 1992 dans la composition des portefeuilles, les chiffres sont respectivement 5,5 % pour M3 et 6,4 % pour ALP

(g) Taux de croissance annualisé pour la période mars-décembre 1992.

Dans les autres pays qui se fixent des objectifs monétaires chiffrés, l'évolution des agrégats a été influencée par une série de facteurs spéciaux. Ainsi, on a observé d'importants arbitrages de portefeuille en France, où la masse monétaire a été gonflée temporairement par l'augmentation du rendement des actifs rémunérés inclus dans l'agrégat large par rapport à celui des actifs qui n'y sont pas compris ; en Espagne, au contraire, les modifications de

portefeuille ont été opérées au profit des actifs n'entrant pas dans la définition de l'agrégat large. En Italie, la demande de crédits a été forte au premier semestre, ce qui tient en définitive à l'ampleur du déficit budgétaire ; les concours au secteur privé ont marqué une très nette décélération dans la seconde moitié de l'année, avec la hausse des taux d'intérêt et le ralentissement de la croissance économique. Au Portugal, on a enregistré des entrées de capitaux particulièrement importantes dans la période ayant précédé l'entrée dans le MCE en avril. Au Royaume-Uni, la progression de l'agrégat monétaire étroit est restée en 1992 dans les limites fixées, alors que le taux de croissance de la monnaie au sens large est tombé à un niveau exceptionnellement bas en raison de la stagnation de l'activité économique. Dans tous ces pays, cependant, le taux de change a été soumis au second semestre à de très fortes pressions à la baisse, qui se sont accompagnées généralement de sorties de capitaux, d'où un tassement de l'expansion monétaire.

Les taux d'intérêt

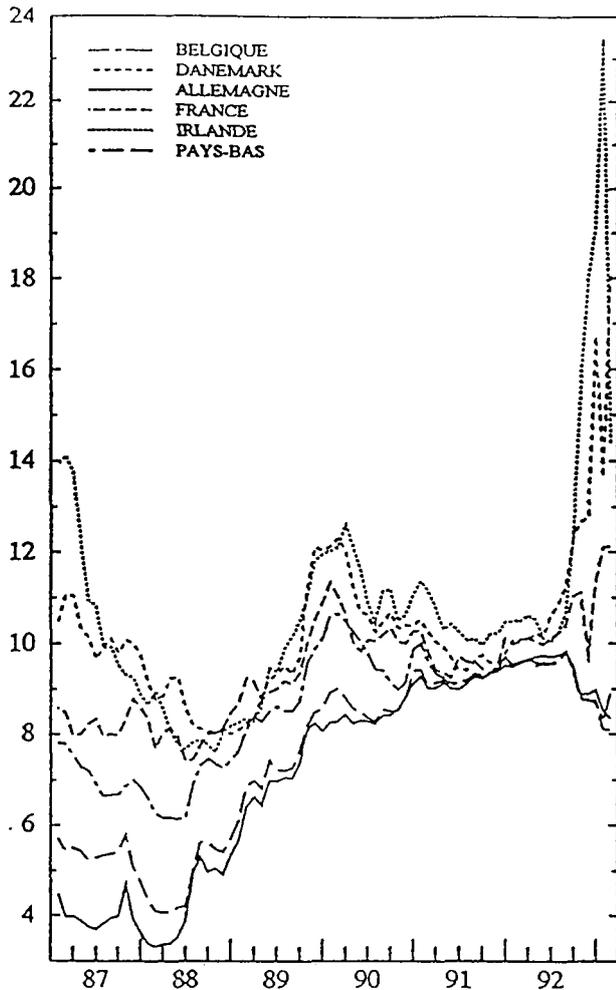
Dans les premiers mois de 1992, les taux d'intérêt à court terme dans la Communauté se sont généralement inscrits en hausse par rapport au second semestre de 1991 (voir graphique 4). En décembre 1991, l'Allemagne avait relevé ses taux pour contrecarrer les tensions inflationnistes croissantes. A l'exception du Royaume-Uni, cette majoration des taux allemands a suscité des initiatives analogues de la part de tous les pays participants au MCE, soucieux de préserver la stabilité de leur taux de change. Le mouvement de hausse, pourtant, ne cadrerait pas avec la faiblesse de l'activité économique ni avec le rythme, faible ou en baisse rapide, de l'inflation dans plusieurs pays. Aussi vit-on au printemps, quand la situation des marchés de change le permit, un certain nombre de pays diminuer légèrement les taux d'intérêt officiels, tandis que la France abaissait les réserves obligatoires pour réduire le coût du crédit. En conséquence, les écarts de rémunération des monnaies par rapport au deutschemark continuèrent à se réduire, conformément à la tendance des années précédentes. Toutefois, comme ils étaient déjà tombés à des valeurs exceptionnellement faibles, il ne restait guère de marge pour une diminution supplémentaire des taux d'intérêt ; en effet, les

opérateurs des marchés ont considéré les taux allemands à peu près comme la limite inférieure des conditions pouvant être pratiquées dans la Communauté, en supposant que le deutschemark reste la monnaie la plus forte. Pendant cette période, les taux à long terme ont en général légèrement baissé, les courbes de rendement nationales présentant ainsi un profil encore plus inversé (voir graphique 5).

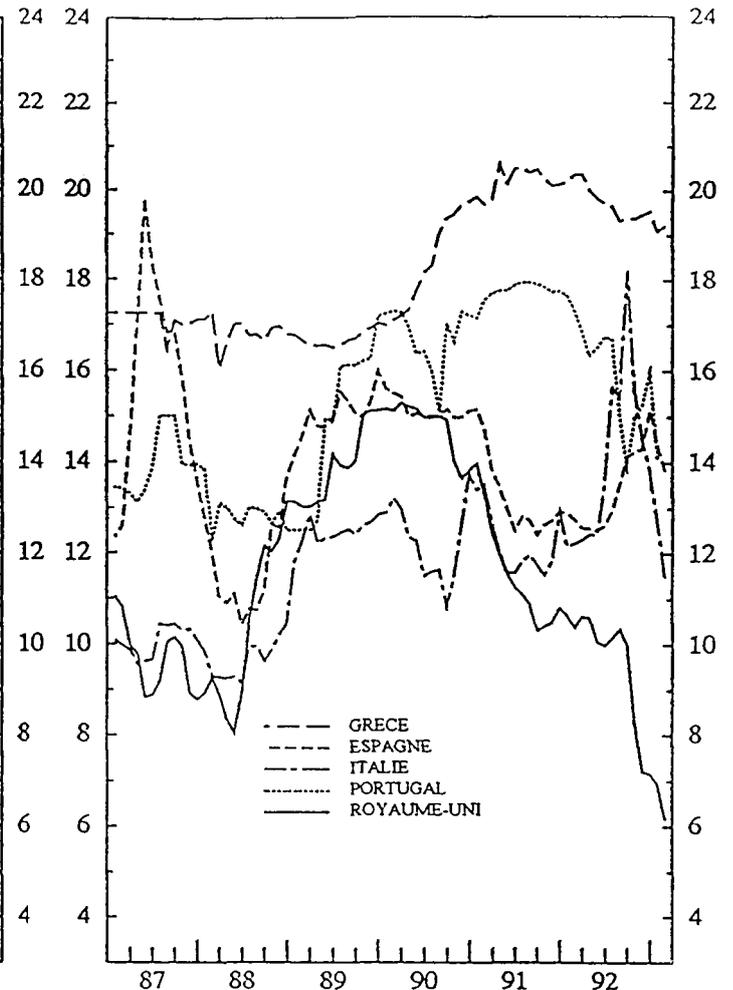
La situation a changé dans les mois d'été. En juillet, la Bundesbank manifesta l'inquiétude que lui inspirait une croissance monétaire toujours plus rapide et les tensions inflationnistes persistantes en relevant le taux d'escompte de trois-quarts de point, tout en laissant inchangés le taux des avances Lombard et ceux des prises en pension pour limiter l'incidence de la mesure sur les autres pays de la Communauté (voir graphique 6). Les taux du marché monétaire allemand n'augmentèrent que très légèrement, mais les marchés interprétèrent apparemment la décision de la Bundesbank comme le signe qu'il n'y avait pas de perspectives d'abaissement prochain des taux d'intérêt dans les autres pays du MCE. De fait, au cours de cette période, il devint encore plus difficile de poursuivre à la fois les objectifs interne et externe de la politique monétaire à mesure que diminuait la confiance des marchés dans le maintien des parités de change centrales. Alors que les conditions pratiquées en Allemagne, aux Pays-Bas et en Belgique demeuraient à peu près inchangées, les taux de marché à court et à long termes s'inscrivirent en hausse dans les autres pays de la Communauté, cette tendance reflétant l'accroissement du risque de change. Les taux d'intérêt officiels furent relevés dans certains pays, avec une augmentation particulièrement importante en Italie, où la pression sur le taux de change était la plus forte.

GRAPHIQUE 4 TAUX D'INTERET A COURT TERME (1)

Pourcentage PAYS DU MCE A MARGE ETROITE A L'ORIGINE



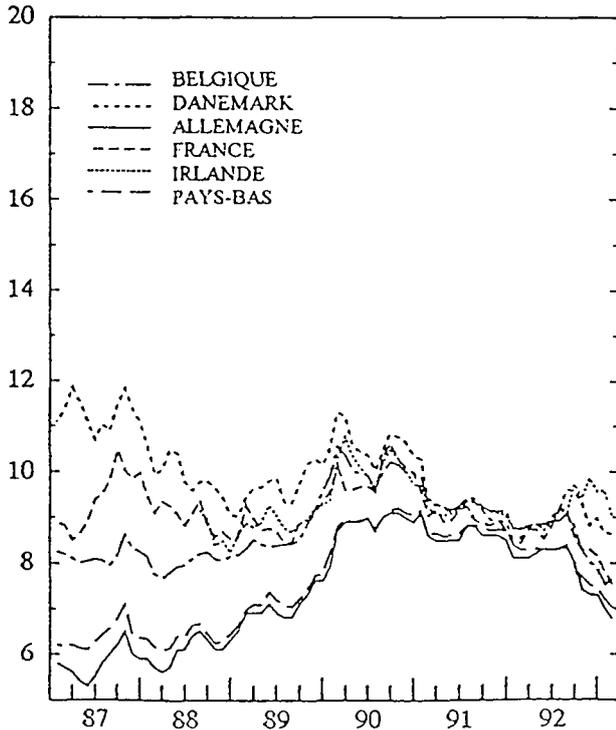
AUTRES PAYS DE LA CEE



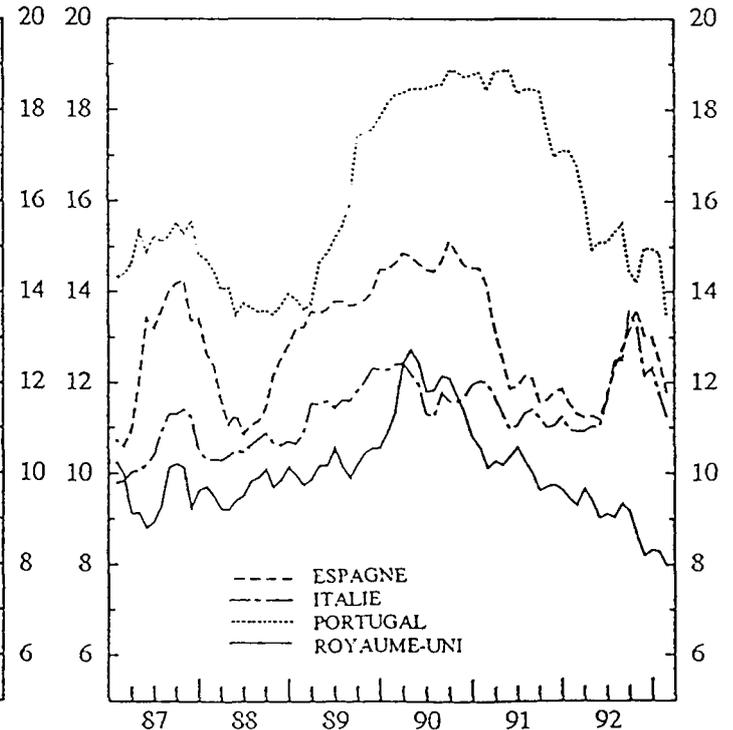
(1) Taux à 3 mois du marché monétaire intérieur. Pour le Portugal, la série du taux des bons du Trésor à 3 mois présente une rupture en mai 1989, date à laquelle les bons du Trésor sont devenus passibles d'un taux d'imposition de 20 %.

GRAPHIQUE 5 : TAUX D'INTERET A LONG TERME (1)

Pourcentage PAYS DU MCE A MARGE ETROITE A L'ORIGINE

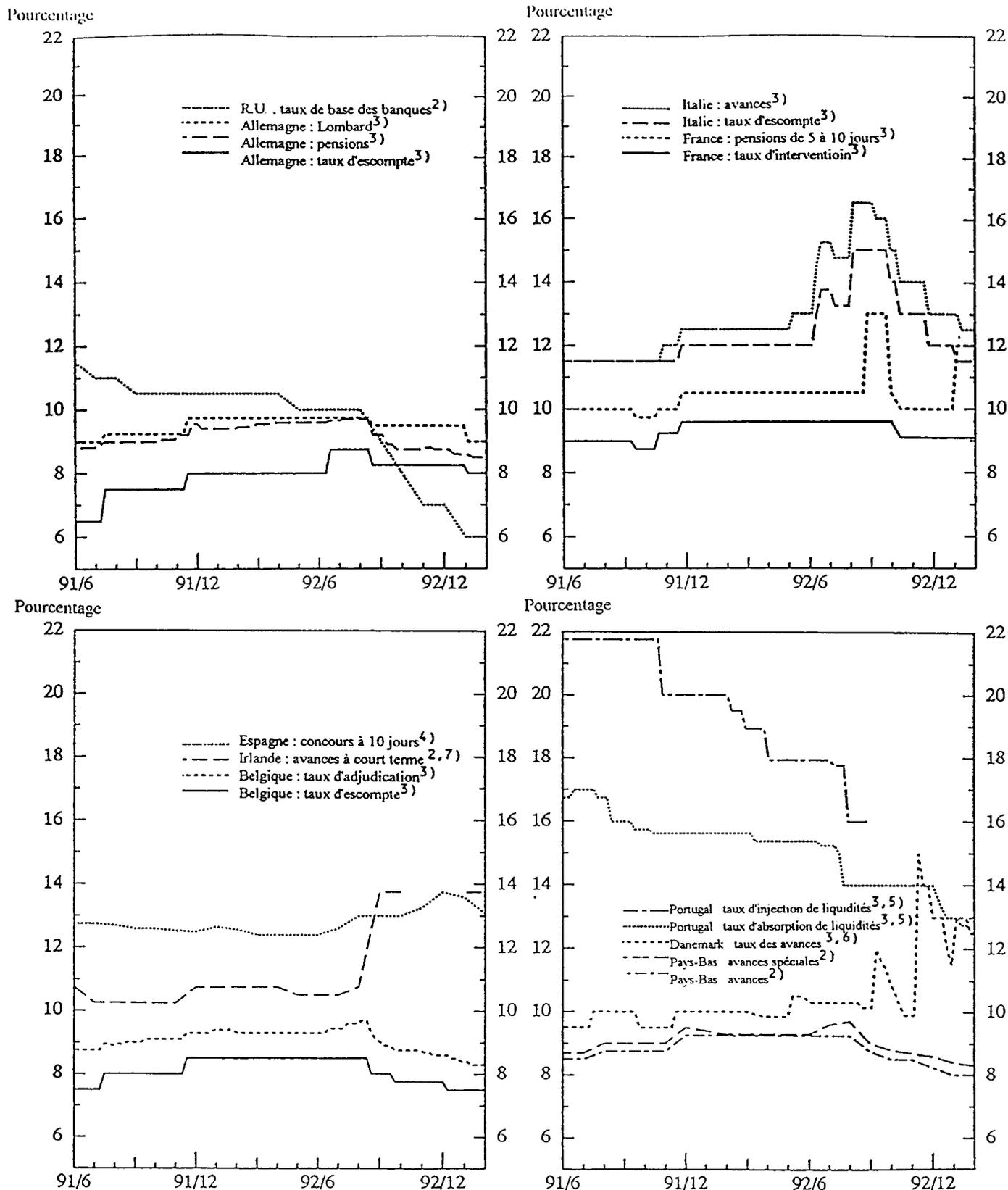


AUTRES PAYS DE LA CEE



(1) Obligations de l'Etat ou du secteur public. Pour le Portugal, rendement sur le marché secondaire des obligations publiques indexées qui, en septembre 1989, sont devenues passibles d'un taux d'imposition de 20 %. Pour la Grèce, on ne dispose pas d'une série de taux d'intérêt à long terme.

GRAPHIQUE 6 TAUX D'INTERET OFFICIELS OU DIRECTEURS¹⁾



1) Pour des raisons d'échelle, aucun taux ne figure pour la Grèce. Le taux maximum des découverts était de 30 % depuis juillet 1990. Il a été changé deux fois dans la période écoulée jusqu'à fin février 1993 : porté à 40 % le 18 septembre 1992, il a été ramené à 35 % le 23 octobre.

2) Chiffres en fin de mois. 3) Chiffres en fin de semaine. 4) Chiffres en moyenne mensuelle.

5) Taux des opérations effectuées à intervalles réguliers (une semaine). Le taux d'injection a été suspendu le 21 septembre 1992.

6) A partir d'avril 1992, taux de rémunération des certificats de dépôt.

7) Du 23 novembre 1992 au 5 février 1993, la facilité a été suspendue et remplacée par des avances spéciales assorties d'un taux au jour le jour. Jusqu'à la fin de l'année, le taux au jour le jour a été modifié six fois : porté le 23 novembre à 30 %, puis le 26 novembre à 100 %, il a été abaissé successivement à 30 % le 2 décembre, à 20 % le 7 décembre, à 16 % le 15 décembre et à 14 % le 23 décembre. En janvier 1993, le taux a changé six fois : porté le 6 à 50 %, puis à 100 % le 7, il a été ramené à 30 % le 12, à 15 % le 14 et à 14 % le 25, le 27, il a été relevé à 100 %. Enfin, le 1er février il a été abaissé à 14 %.

Dans les derniers mois de 1992, les tensions débouchèrent sur une grave crise des changes, qui sera décrite en détail dans la partie suivante. Les conditions furent durcies dans les pays dont la monnaie était attaquée, mais à des degrés divers suivant les cas et à des moments différents. La hausse des taux d'intérêt à court terme sur les marchés s'accompagna d'une augmentation des taux à long terme. En revanche, on observa une légère détente dans les pays dont la monnaie accusait une tendance à la hausse, l'appréciation du taux de change paraissant de nature à tempérer les facteurs extérieurs d'inflation. Entre le premier réalignement et la fin de septembre, les taux de marché à court terme ont baissé en Allemagne d'environ 1 point, avec des réductions du même ordre en Belgique et aux Pays-Bas. Les taux à long terme dans ces pays ont suivi le mouvement des taux courts, tombant ainsi au plus bas niveau depuis 1989. Pendant cette période, les écarts de taux d'intérêt à l'intérieur de la Communauté ont considérablement augmenté, à toutes les échéances.

Après que le sterling eut quitté le MCE, les taux d'intérêt officiels au Royaume-Uni furent réduits, par étapes successives, de 4 points par rapport à leur niveau d'avant la crise des changes. La lenteur de la croissance monétaire, la baisse des prix de l'immobilier et la faiblesse de l'activité économique paraissaient toutes indiquer qu'il était possible de provoquer une détente monétaire sans compromettre l'objectif à moyen terme de stabilité des prix. Les rendements à long terme diminuèrent beaucoup moins, de sorte que la courbe des rendements devint positive. En Italie, les taux officiels, qui avaient atteint un niveau exceptionnellement élevé avant le premier réalignement de la lire, furent abaissés environ dans la même proportion qu'au Royaume-Uni, mais, à la différence de ce dernier, les taux du marché retrouvèrent à peu près leur valeur du début 1992.

2.2 L'évolution des taux de change

Les facteurs de fond

Le MCE avait connu une période de cinq années sans réalignement général des parités. Des tensions s'étaient produites de

temps à autre, mais elles avaient été contrecarrées efficacement par les autorités. La stabilité des taux de change fut maintenue, en dépit d'un certain nombre de facteurs dont on aurait pu penser qu'ils engendreraient des tensions plus graves au sein du mécanisme dans les années récentes. En particulier :

- il s'est révélé difficile d'aller plus loin dans la convergence vers un bas niveau d'inflation. Le rythme assez rapide de la progression des prix et des salaires, dans un contexte de stabilité des taux de change nominaux, a réduit sensiblement la compétitivité internationale de certains pays de la Communauté ;

- les déphasages conjoncturels sont devenus plus marqués. Dans la plupart des pays de la Communauté, l'activité économique a été très faible en 1991 et elle n'a guère donné de signes de reprise depuis lors. En revanche, la croissance économique est restée forte en Allemagne après la réunification et elle ne s'est ralentie fortement qu'en 1992 ;

- après la réunification, une vive hausse de la demande, entraînée par le gonflement très sensible du déficit budgétaire et la vive progression des salaires, a entraîné une poussée d'inflation qui a été endiguée par un resserrement de la politique monétaire. Le déséquilibre entre les deux instruments de la politique économique en Allemagne a fait monter les taux d'intérêt dans ce pays et réduit du même coup la possibilité pour les autres participants au MCE d'abaisser les leurs en réaction à la situation économique interne ;

- le processus d'assainissement des finances publiques n'a pas été dans beaucoup de pays de la Communauté à la mesure de ce qu'on attendait. De ce fait, des différences sensibles en matière budgétaire ont persisté, ce qui a fait peser une charge excessive sur la politique monétaire ;

- Les taux de change du dollar et du yen ont connu d'amples fluctuations. L'instabilité des cours sur les marchés de change internationaux tend souvent à exercer des pressions sur les taux de change intra-communautaires ; ce phénomène résulte de l'importance

inéegale du commerce extra-communautaire selon les Etats membres, des différences de taille et de liquidité entre les marchés financiers nationaux et de l'importance relative des monnaies de la Communauté dans les portefeuilles internationaux.

Antérieurement à juin 1992, l'influence de ces différents facteurs sur les taux de change avait été contrebalancée, et au-delà, par la confiance des marchés en l'attachement des autorités à la politique de change fort. Les marchés s'attendaient que le processus devant mener à l'Union économique et monétaire (UEM) favoriserait la convergence économique dans la Communauté, en imposant des mesures d'ajustement interne, et qu'ainsi les déséquilibres disparaîtraient sans qu'il soit nécessaire de procéder à un réalignement dans le MCE. Cependant, un changement se produisit dans l'opinion des marchés après le résultat du référendum danois. L'incertitude grandissante qui entourait l'issue du référendum organisé en France le 20 septembre a suscité de nouveaux doutes quant à la ratification du Traité de Maastricht, à la réalisation de l'UEM et donc à la mise en oeuvre effective de mesures de convergence. L'attention des marchés se concentra de plus en plus sur les déséquilibres existants et sur les dilemmes se posant aux autorités, qui compromettaient les perspectives de convergence économique.

Les opérateurs des marchés visèrent d'abord les monnaies des pays où ces déséquilibres et ces conflits d'objectifs étaient les plus accusés, mais, par la suite, les pressions s'exercèrent aussi sur d'autres monnaies. Dans un contexte où l'intégration et la déréglementation des marchés financiers autorisaient des mouvements de capitaux d'une ampleur sans précédent, les tensions dégénérent en une crise des changes aiguë, qui déboucha sur trois réalignements dans les derniers mois de 1992 et sur la suspension de la participation au MCE de la livre sterling et de la lire. Un quatrième réalignement fut décidé au début de 1993.

Les mouvements des taux de change

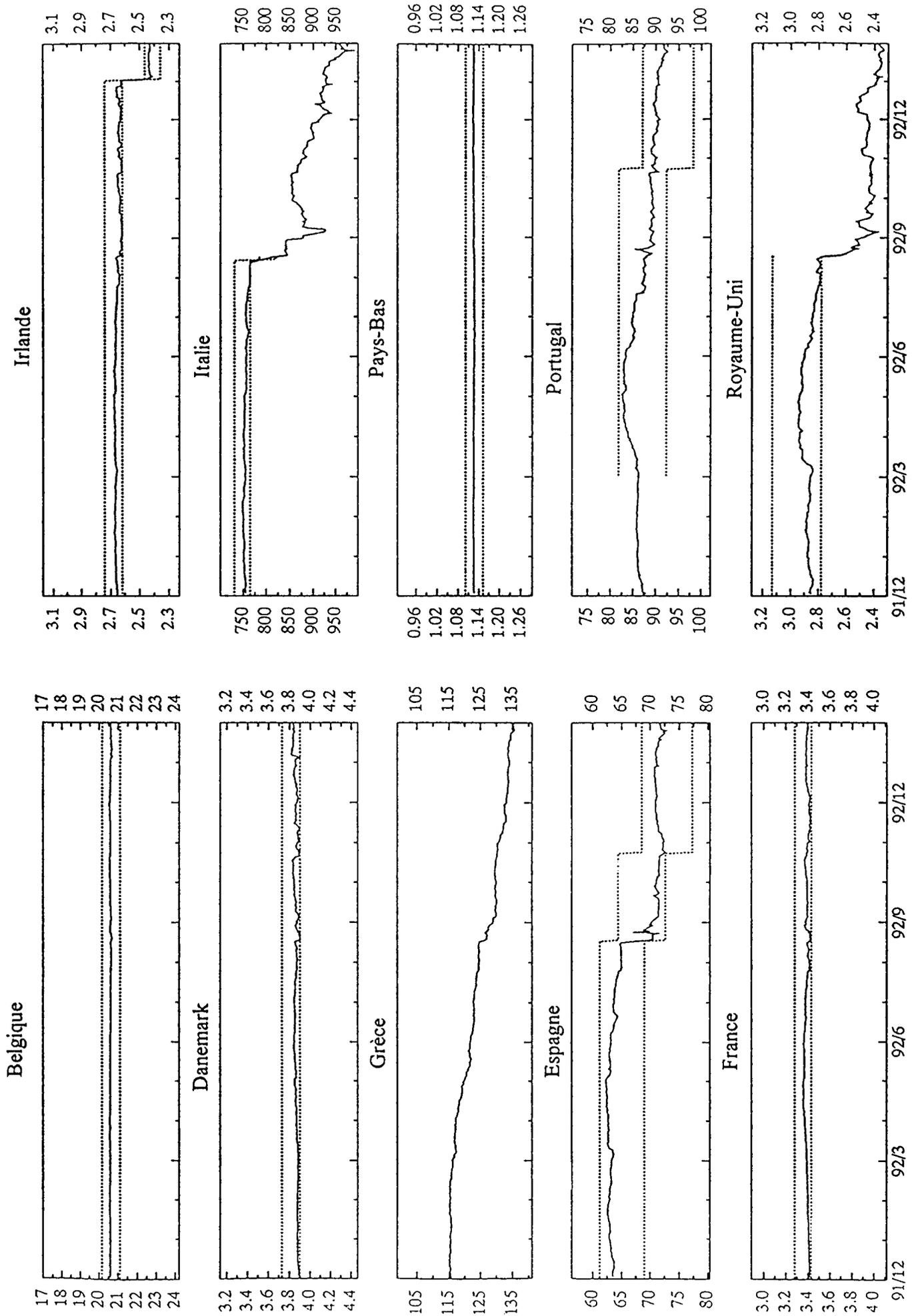
Dans les premiers mois de 1992, la situation est restée assez calme dans le MCE. Le nombre des participants a augmenté, le

6 avril, avec l'introduction de l'escudo dans le mécanisme à marge élargie. Pendant la majeure partie de la période, la livre sterling évolua dans une position de faiblesse relative vis-à-vis de la peseta, mais aussi, peu après l'entrée de l'escudo, à l'égard de ce dernier ; les marchés, toutefois, ne testèrent pas vraiment la limite inférieure. Dans le mécanisme à marge étroite, le deutschemark, le franc belge et le florin, qui se situaient dans la partie supérieure, évoluèrent en direction de leur parité centrale, tandis que le franc français, initialement presque au bas de la marge, se raffermissait (voir graphique 7).

La situation se modifia de manière spectaculaire à la suite du référendum danois du 2 juin. Le revirement d'opinion des marchés entraîna un net changement d'attitude chez les investisseurs. Durant les mois séparant le référendum danois du référendum français, les attaques se concentrèrent en particulier sur la lire, qui tomba au plancher de la marge étroite, malgré des interventions intramarginales massives et des relèvements de taux d'intérêt. En outre, les trois monnaies du mécanisme à marge élargie se déprécièrent sensiblement contre le deutschemark, le franc belge et le florin avec cette différence, toutefois, que l'escudo et la peseta sont restés la plupart du temps au voisinage de leur cours plafond, alors que la livre sterling était à proximité de son plancher. Dans le même temps, on vit se développer également des tensions sur les monnaies nordiques qui s'étaient ancrées unilatéralement à l'écu.

L'approche du référendum français et la possibilité d'un résultat négatif suggérée par divers sondages jetèrent de nouveaux doutes sur l'avenir de l'UEM. La date fixée pour ce référendum fit office de catalyseur des tensions sur les changes, les opérateurs estimant qu'un réalignement serait presque inévitable dans le cas où le "non" l'emporterait. Les déclarations répétées des autorités (faites le 28 août par le Conseil ECOFIN et le 5 septembre par le même Conseil à l'issue d'une réunion informelle tenue à Bath) aux termes desquelles un réalignement ne serait pas le bon moyen de contrer les tensions du moment ne réussirent pas à influencer de manière durable sur

GRAPHIQUE 7 : TAUX DE CHANGE CONTRE DEUTSCHEMARK



1) Les lignes en pointillé représentent les limites supérieure et inférieure des marges de fluctuation dans le MCE (quand elles s'appliquent). L'échelle de chaque graphique est normalisée de manière à couvrir une fluctuation de 35 %.

les anticipations des marchés. Les tensions furent encore avivées par la chute du dollar au cours des mois d'été et par la suspension, le 8 septembre, de l'ancrage du mark finlandais à l'écu.

Ce fut toujours la lire qui subit les plus fortes attaques, liées notamment aux retards apportés à la mise sur pied du programme, attendu depuis longtemps, de mesures structurelles d'ajustement budgétaire. Bien que les taux officiels eussent été relevés sensiblement et que les taux du marché à très court terme aient atteint plus de 30 %, la devise italienne dut être soutenue de manière répétée par des interventions massives à la marge vis-à-vis du deutschemark, du franc belge et du florin. La situation n'étant plus tenable, il fut décidé le 13 septembre de dévaluer la lire de 3,5 % et de réévaluer dans la même proportion les autres monnaies. Cette mesure fut accompagnée par une légère réduction des taux d'intérêt officiels en Allemagne, à laquelle la Belgique et les Pays-Bas emboîtèrent le pas.

Ces actions sur les taux de change et les taux d'intérêt ne suffirent pas à convaincre les marchés que la nouvelle grille de parités pouvait être maintenue durablement. Le 16 septembre, la livre sterling, la peseta et l'escudo furent vivement attaqués, tandis que la lire se retrouvait soumise à de fortes tensions. Au Royaume-Uni, les taux d'intérêt furent relevés par deux fois ce même jour, mais cela se révéla inopérant, car les marchés ne jugeaient pas supportable, au vu de la situation économique interne, le niveau auquel était ainsi porté le loyer de l'argent : il fallut soutenir la livre par des interventions très importantes à la marge de fluctuation. A la fin de la journée, la participation britannique au MCE fut suspendue et les relèvements de taux d'intérêt annulés. Le même jour, la peseta recula de 4 % environ, mais son cours se maintint au-dessus du plancher autorisé. Au cours de la réunion exceptionnelle du Comité monétaire de ce 16 septembre au soir, les autorités italiennes annoncèrent qu'elles s'abstiendraient temporairement d'intervenir sur le marché des changes. Au vu des tensions qui continuaient de se manifester dans le MCE et, en particulier, de la situation nouvelle créée par le retrait de la livre britannique et de

la lire, les autorités espagnoles demandèrent une dévaluation de la peseta de 5 %, qui fut décidée lors de la même réunion.

Après le second réalignement et à l'approche du référendum en France, les tensions gagnèrent les monnaies de pays dont les principaux paramètres économiques dénotaient une situation saine, à savoir le franc français, la couronne danoise et la livre irlandaise. Les autorités intervinrent sur les marchés de change et durcirent les conditions monétaires, très sévèrement dans certains cas. Comme les tensions ne se relâchaient pas, allant même en se renforçant après le référendum français, les autorités françaises et allemandes publièrent une déclaration commune indiquant que rien ne justifiait de modifier le taux central du franc contre deutschemark. Pour appuyer cette déclaration, la Banque de France releva de 2 1/2 points un de ses taux directeurs et fit monter fortement les taux d'intérêt à court terme sur le marché, tandis que la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque de France menaient des opérations concertées d'intervention à l'intérieur de la marge. En même temps, comme les tensions sur le marché de la peseta avaient refait surface, les autorités espagnoles décidèrent de prendre des mesures temporaires pénalisant la vente à découvert de pesetas par voie de swaps. Le Portugal et l'Irlande renforcèrent l'application de leur dispositif de contrôle des changes.

Les tensions s'atténuèrent quelque peu en octobre et au début de novembre. Le vif redressement du franc français et de la couronne danoise, à la suite d'un mouvement de reflux qui a ramené plus de capitaux qu'il n'en était sorti, permit une réduction sensible des taux d'intérêt dans les deux pays. Les rentrées de capitaux furent, en revanche limitées, dans le cas des autres monnaies attaquées.

De nouvelles tensions, d'une ampleur considérable, se manifestèrent à la suite de la décision prise par les autorités suédoises, le 19 novembre, d'interrompre l'ancrage de la couronne à l'écu. Cela amena le Danemark à relever de nouveau fortement les taux d'intérêt officiels, tandis qu'en France et en Irlande les taux de marché se tendirent. Le 22 novembre, il fut décidé d'abaisser de 6 % les parités centrales de la peseta et de l'escudo. A la suite de cette

décision, les autorités espagnoles et portugaises augmentèrent les taux d'intérêt officiels, pour montrer qu'elles s'engageaient à défendre les nouvelles parités centrales ; la peseta et l'escudo se raffermirent, leurs cours s'établissant près de la limite supérieure de la marge élargie de fluctuation. Les mesures prises en Espagne pour pénaliser les sorties de capitaux furent rapportées et, peu après, le Portugal mit fin à l'ensemble de son dispositif de contrôle des mouvements de capitaux.

Les tensions s'accrochèrent le 10 décembre dans le mécanisme à marge étroite, la Norvège ayant décidé d'abandonner le rattachement unilatéral de sa monnaie à l'écu, mais les parités centrales furent défendues avec succès pendant le reste de l'année.

Au début de janvier 1993, une nouvelle attaque se produisit sur le franc français et la livre irlandaise. Elle fut de courte durée sur le franc, la tension retombant après la publication d'une deuxième déclaration commune des autorités françaises et allemandes, appuyée par un relèvement du taux des prises en pension de la Banque de France. Dans ce contexte, et à la suite d'une forte hausse des taux d'intérêt officiels, la livre irlandaise se redressa après la formation du nouveau gouvernement.

Vers la fin de ce mois, cependant, une nouvelle réduction des taux d'intérêt au Royaume-Uni et la chute rapide du sterling favorisèrent un vif regain de tension sur la livre irlandaise. Les taux d'intérêt officiels irlandais furent portés une fois encore à des niveaux exceptionnels, mais l'incidence sur les taux de marché apparut insupportable, étant donné la situation économique intérieure, de sorte qu'une dévaluation de 10 % de la monnaie irlandaise fut décidée le 30 janvier.

Quelques jours plus tard, la couronne danoise était en butte à de nouvelles attaques. Le calme fut cependant rétabli sur le marché, sous l'effet combiné du soutien collectif apporté par plusieurs banques centrales au moyen d'interventions intramarginales, d'une hausse des taux d'intérêt au Danemark et d'une réduction des

taux officiels en Allemagne. Il s'ensuivit un retour des capitaux sur la monnaie danoise.

Dans les premières semaines qui suivirent leur retrait du MCE, la lire et le sterling se déprécièrent fortement. Après être tombées au début d'octobre à des niveaux contre deutschemark encore jamais touchés, les deux monnaies regagnèrent du terrain, mais leurs cours restèrent très fluctuants par la suite. A la fin de 1992, la lire et la livre sterling avaient perdu respectivement sur le marché 12 % et 13 %, vis-à-vis du deutschemark depuis le 16 septembre. Au cours des deux premiers mois de 1993, ces deux monnaies ont de nouveau été soumises à des pressions à la baisse.

Les remous au sein du MCE ont affecté aussi la drachme. En septembre 1992, la monnaie grecque fut l'objet d'une très forte spéculation à la baisse. Face à une dépréciation qui s'accélérait, la Banque de Grèce fut amenée à porter le taux de ses concours de 30 % à 40 %, à intervenir massivement sur le marché des changes et à durcir le contrôle des mouvements de capitaux. Les tensions ayant diminué, le taux officiel de la Banque fut abaissé et le contrôle des mouvements de capitaux levé.

Les variations très importantes ainsi accusées par les taux de change nominaux au second semestre de 1992 ont modifié substantiellement la compétitivité relative des pays à l'intérieur de la Communauté (voir tableau 4). Dans le groupe ayant enregistré dans la période antérieure à la crise les pertes de compétitivité les plus fortes au sein du MCE, on constate que les dépréciations récentes ont plus que compensé, en Italie, les pertes subies depuis le dernier réalignement en 1987 ; qu'elles ont entraîné une amélioration significative de la position concurrentielle du Royaume-Uni par rapport à octobre 1990, date d'entrée de la livre sterling dans le système ; et que la compétitivité de l'Espagne s'est rapprochée du niveau où elle se situait en juin 1989, lorsque la peseta s'inséra dans le MCE. Dans la plupart des autres pays participant à ce mécanisme, la hausse du taux de change mesurée à la fin de l'année avait ramené la compétitivité à un niveau proche de celui de 1987, la

TABLEAU 4 : INDICATEURS DES GAINS OU PERTES CUMULÉS DE COMPÉTITIVITÉ (a)

Pays	en pourcentage							
	Par rapport aux autres pays de la CEE (b)		Par rapport aux pays industrialisés		Par rapport aux autres pays de la CEE (b)		Par rapport aux pays industrialisés	
	Prix à la production	Coûts unitaires de main-d'oeuvre (c)	Prix à la production	Coûts unitaires de main-d'oeuvre (c)	Prix à la production	Coûts unitaires de main-d'oeuvre (c)	Prix à la production	Coûts unitaires de main-d'oeuvre (c)
	De 1987 à août 1992				De 1987 à décembre 1992 (e)			
Belgique.....	4,0	5,6	1,3	2,7	0,9	1,9	-0,3	0,3
Danemark.....	3,6	6,4	-0,5	3,8	-1,9	4,1	-4,9	1,9
Allemagne (Ouest).....	1,7	0,5	-3,8	-5,5	-4,3	-6,6	-5,5	-8,6
Grèce.....	nd	nd	-10,2	-15,6	nd	nd	-10,8	-13,4
France.....	7,9	13,3	3,3	7,2	3,1	8,1	1,7	5,1
Irlande.....	6,4	35,7	1,3	27,9	-0,6	26,6	-1,9	23,6
Italie.....	-3,0	-7,0	-6,3	-9,8	11,1	5,7	8,2	4,6
Pays-Bas.....	1,5	5,2	-1,4	1,9	-2,6	2,1	-3,9	0,1
	De l'entrée dans le MCE (d) à août 1992				De l'entrée dans le MCE (d) à décembre 1992 (e)			
Espagne.....	-2,1	-7,5	-8,1	-13,8	4,2	-2,2	0,5	-6,2
Portugal.....	nd	-4,6	nd	-6,9	nd	-9,5	nd	-9,5
Royaume-Uni.....	-1,7	-0,4	-4,0	-1,7	8,3	13,2	8,7	13,2

Sources : BRI, sauf pour les données espagnoles et italiennes, qui ont été fournies par les banques centrales respectives.

a) Un chiffre négatif indique une perte de compétitivité. b) Non compris la Grèce. c) Industries manufacturières. d) Espagne : juin 1989 ; Portugal : avril 1992 ; Royaume-Uni : octobre 1990.

e) Estimations.

France conservant toutefois une position intra-communautaire améliorée par rapport à cette date. En revanche, la compétitivité de l'Allemagne au sein de la Communauté s'est dégradée.

Les réactions des autorités face à la crise du MCE

L'accord dit de Bâle-Nyborg (1987) invite les autorités monétaires à exploiter les possibilités d'utilisation plus active, plus souple et mieux concertée des trois instruments ci-après pour contrecarrer les tensions pouvant se manifester dans le MCE : les modifications de taux d'intérêt, les variations du taux de change à l'intérieur de la marge autorisée et les interventions officielles sur les marchés de change. Toutefois, quand les taux de change ne concordent plus avec les données fondamentales de l'économie et que l'on ne peut mettre en oeuvre des mesures correctrices internes, les réalignements deviennent une nécessité.

L'arme des *taux d'intérêt* a été employée pour combattre les tensions récentes, mais l'importance des modifications de taux et la rapidité de réaction en ce domaine ont varié d'un pays à l'autre et

d'une période à l'autre. Dans certains pays, les autorités n'ont disposé que d'une marge limitée pour augmenter les taux d'intérêt face à la tension sur le taux de change : soit le relèvement du loyer de l'argent a été considéré comme de nature à aggraver la récession -c'est le cas au Royaume-Uni, où l'essentiel des crédits distribués est assorti de taux à court terme- soit il est apparu comme un obstacle supplémentaire à l'assainissement des finances publiques là où -comme en Italie- l'encours de titres de la dette publique à court terme est important. En Irlande, on a procédé à des hausses très fortes et répétées des taux d'intérêt, qui ont finalement été jugées insupportables. Dans ces trois pays, la défense des parités centrales existantes par la voie du relèvement des taux d'intérêt ne s'est finalement pas révélée possible. Dans les pays voyant leur monnaie poussée à la hausse, l'évolution des prix intérieurs, particulièrement en Allemagne, a restreint la marge d'action sur les taux d'intérêt. Les autorités y ont légèrement abaissé leurs taux à la mi-septembre et les taux à court terme du marché ont rapidement diminué d'environ 1 point sans que cela, pourtant, entraîne une réduction sensible des tensions sur le taux de change.

Durant la crise, le fait de *laisser évoluer le taux de change à l'intérieur de la marge de fluctuation* a permis dans certains cas de faire jouer à la spéculation un rôle stabilisant et contribué ainsi à atténuer les tensions. Dans d'autres, toutefois, les pressions sur le taux de change ont été exacerbées quand les monnaies ont touché leur plancher. De crainte qu'un glissement vers le cours plancher soit interprété par les opérateurs des marchés comme affaiblissant la crédibilité de la parité centrale, certains pays sont intervenus à l'intérieur des marges.

Les interventions -tant à l'intérieur de la marge qu'à la marge- ont été entreprises avec des moyens d'une ampleur sans précédent, ce qui s'explique par le caractère massif des mouvements de capitaux qu'autorisait la libéralisation presque totale des opérations dans ce domaine et par le degré élevé d'intégration des marchés financiers à l'intérieur de la Communauté. La portée des interventions a dépendu de l'importance du soutien apporté par les autres instruments, en particulier par les modifications de taux d'intérêt.

Le recours simultané par plusieurs banques centrales aux interventions à l'intérieur de la marge s'est avéré efficace en certaines occasions. L'ampleur des interventions a eu des répercussions importantes sur la masse monétaire, exerçant un effet de contraction là où la monnaie était attaquée et un effet d'expansion dans le cas contraire.

La violence des tensions dans le MCE durant l'automne de 1992 a amené certains pays à prendre des mesures temporaires, de types divers, pour décourager les sorties de capitaux et protéger leur monnaie de la spéculation, en particulier quand celle-ci prenait la forme de "ventes à découvert". Partout où elles avaient été adoptées, ces mesures ont été supprimées avant la fin de l'année.

Quand les autorités ne sont pas parvenues à stabiliser le marché des changes, un réalignement est devenu inévitable. Le fait, sans précédent, que quatre réalignements soient intervenus en l'espace de cinq mois souligne les difficultés qu'ont éprouvées les autorités pour rétablir le calme sur les marchés. Cela pourrait tenir au sentiment du marché que les mesures destinées à contrecarrer les tensions étaient prises au coup par coup, sans qu'on s'attache suffisamment à rétablir la crédibilité de la grille des parités dans son ensemble.

3. LES PERSPECTIVES ECONOMIQUES ET LES PROBLEMES DE POLITIQUE MONETAIRE

Quand, à la fin de 1992, le Comité des gouverneurs s'est employé, dans le cadre de son exercice de coordination dit "ex ante", à déterminer l'orientation générale qu'il convenait de donner aux politiques monétaires des Etats membres et à examiner les intentions des autorités monétaires nationales pour 1993, les prévisions relatives à l'évolution économique dans la Communauté étaient très incertaines. De plus, les tensions sur les changes ne s'étaient pas encore apaisées.

3.1 Les perspectives économiques

Selon les dernières prévisions des institutions internationales, *l'activité économique* dans la Communauté ne devrait être que légèrement stimulée en 1993 par la demande extérieure. On s'attend à un redressement du commerce mondial, bien qu'à un rythme encore très lent. Aux Etats-Unis, il semble bien que l'expansion sera plus soutenue en 1993 ; au Japon, les mesures expansionnistes d'ordre budgétaire et monétaire prises récemment devraient contribuer à l'amorce d'une reprise dans le courant de l'année. Un certain redémarrage de la croissance pourrait être observé également dans les pays de l'AELE, mais cela dépendra beaucoup de l'évolution économique dans la Communauté elle-même, étant donné l'étroitesse des liens commerciaux entre les deux blocs. Dans ce contexte de lente expansion de l'activité, les prix des échanges mondiaux, mesurés en monnaie nationale, devraient rester relativement stables.

La modeste impulsion donnée par la demande mondiale sera sans doute contrebalancée par la faiblesse des dépenses intérieures, en raison du bas niveau auquel était tombée la confiance parmi les entreprises et les consommateurs de la Communauté à la fin de 1992. De ce fait, la croissance économique dans la zone pourrait être inférieure à 1 % en 1993.

Calculé globalement, le déficit budgétaire devrait demeurer important. A l'échelon national, il pourrait se réduire dans certains pays qui avaient un niveau relativement élevé d'endettement public ou de déficit en 1992 -notamment en Belgique, Grèce, Espagne, Italie et au Portugal- bien que la prolongation du marasme conjoncturel ne soit pas de nature à faciliter les progrès sur la voie de l'assainissement des finances publiques. En revanche, le jeu des stabilisateurs automatiques et l'application de mesures de soutien à l'activité risquent d'entraîner un accroissement du déficit budgétaire dans d'autres pays, tout particulièrement au Royaume-Uni et en France ; en Allemagne, le déficit augmentera vraisemblablement en proportion du PIB, en dépit des mesures de redressement annoncées en janvier 1993.

Dans le cadre de l'exercice "ex ante", on a estimé que la hausse des coûts dans la Communauté considérée globalement s'infléchirait probablement quelque peu en 1993. Comme il est prévu que la production restera inférieure à son volume potentiel et le marché du travail déprimé, la modération des salaires réduira sans doute la poussée des coûts de main-d'oeuvre. Les prix à l'importation pourraient aussi avoir une influence relativement favorable en moyenne, encore que la remontée du dollar dans les derniers mois de 1992 limitera cet avantage si elle se poursuit. En outre, les prix à l'importation accuseront une hausse dans les pays dont la monnaie s'est sensiblement dépréciée, tandis que l'alourdissement de la fiscalité indirecte ou les relèvements de prix dans le secteur public pourraient accentuer les tensions inflationnistes dans certains pays, par exemple en Allemagne, où les impôts indirects ont été augmentés au début de 1993.

3.2 Les problèmes de la politique monétaire

Les orientations de la politique monétaire pour 1993

En décembre 1992, lorsque le Comité des gouverneurs a mené son exercice de coordination "ex ante", il s'est heurté, dans l'appréciation des intentions formulées par les autorités monétaires nationales pour 1993, aux incertitudes majeures affectant les perspectives économiques et à la situation d'instabilité qui persistait dans le MCE. Mais, c'est précisément en période d'incertitude qu'il est de la plus haute importance de trouver dans la politique monétaire une ancre de stabilité nominale, car cela conditionne une reprise durable de l'activité économique. Aussi le Comité a-t-il souligné la nécessité de maintenir une politique monétaire axée sur le moyen terme, qui assure un nouveau recul de l'inflation dans la Communauté.

Dans le groupe des pays qui se fixent des objectifs monétaires chiffrés, l'Allemagne affiche la continuité de son orientation anti-inflationniste avec une fourchette de progression de M3 de 4,5 % à 6,5 % en 1993 (voir tableau 3 page 25). La légère augmentation que fait ressortir la comparaison avec l'objectif de

l'année précédente (3,5 % à 5,5 %) prend en compte divers facteurs : un certain relèvement des estimations du potentiel de croissance dans la partie orientale de l'Allemagne ; une baisse probablement plus importante que prévu de la vitesse de circulation de la monnaie ; et des hausses de prix résultant de décisions réglementaires, surtout à l'Est. En France, la politique monétaire restera axée en 1993 sur le maintien de la parité centrale actuelle du franc dans le MCE et sur la maîtrise de l'inflation. A cette fin, l'objectif de progression de M3 a été fixé à 4 %-6,5 %, fourchette proche de celle de 1992 (4 %-6 %). La limite supérieure a été légèrement relevée pour tenir compte de la perspective d'une accélération de l'activité économique sans inflation en France. En Espagne, la marge de croissance de l'agrégat "ALP" en 1993 (actifs liquides détenus par le public) a été fixée à 4,5 %-7,5 %. L'abaissement par rapport à l'objectif de 1992, qui était de 8 %-11 %, s'explique par l'attente d'une croissance économique seulement modérée et par la nécessité de parvenir à une nouvelle réduction de l'inflation ; en outre, on mise sur un retour de la vitesse de circulation d'ALP à un chiffre plus proche de sa valeur tendancielle sur longue période.

Dans les autres pays du MCE, la politique monétaire vise essentiellement à obtenir la stabilité des prix en ciblant le taux de change contre deutschemark. Au Danemark, la banque centrale s'est fixé en plus un objectif chiffré portant sur la progression des contreparties internes de la masse monétaire. Toutefois, dans le contexte actuel de stagnation de l'activité économique et de perturbations sans précédent sur les marchés de change, le respect de l'objectif supplémentaire n'a qu'une importance limitée. A compter de 1993, il n'est plus fixé d'objectif monétaire aux Pays-Bas, tandis qu'au Portugal, les autorités ont cessé d'afficher des objectifs pour "L" (ensemble des liquidités détenues par les résidents hors secteur financier) et pour M3. Enfin, la pratique du ciblage monétaire n'a pas cours en Belgique, au Luxembourg et en Irlande.

Parmi les pays qui ont suspendu temporairement la participation de leur monnaie au MCE, l'Italie a fixé à 5 %-7 % en 1993, comme pour l'année précédente, la fourchette de croissance de M2. La politique monétaire vise à fournir aux agents économiques un

cadre stable et à prévenir les effets inflationnistes que pourrait avoir la dépréciation récente de la lire. Au Royaume-Uni, les autorités ont adopté, depuis la suspension de la participation du sterling au MCE, une nouvelle référence pour la politique monétaire, avec un objectif explicite fixé à 1 %-4 % pour l'inflation tendancielle, revenant à 2 %, ou moins, sur le moyen terme. Elles utiliseront toute une batterie d'indicateurs pour évaluer les facteurs potentiels de tensions inflationnistes, notamment les agrégats monétaires (étroits et larges) les prix des actifs et le taux de change.

En Grèce, enfin, la politique monétaire gardera une orientation restrictive. La politique de change continuera à ne pas compenser une hausse des prix plus forte qu'à l'extérieur. De plus, les taux d'intérêt réels se maintiendront en 1993 à un niveau élevé, la baisse des taux nominaux ne devant pas être plus rapide que celle de l'inflation. Un objectif de 9 %-12 % pour la croissance de M3 a été fixé comme point de repère pour l'action des autorités.

Les défis de la politique monétaire

Etant donné les multiples incertitudes qui demeurent dans le contexte économique international et dans la situation interne, les autorités des Etats membres doivent relever de véritables défis dans la conduite de leur politique monétaire. Il faut en particulier rétablir la stabilité des changes, alors que subsiste le risque d'une prolongation du ralentissement de l'activité à travers la Communauté. En outre, dans les pays qui ont récemment dévalué leur monnaie ou suspendu leur participation au MCE, les autorités monétaires doivent rester vigilantes pour éviter le danger d'un regain de tension inflationniste, qui non seulement ferait perdre peu à peu les points marqués à grand-peine dans la lutte contre l'inflation, mais risquerait aussi de détruire le meilleur équilibre que les ajustements récents de taux de change ont ramené dans les compétitivités relatives des pays membres.

Comme le soulignait déjà le précédent Rapport annuel, la réalisation des objectifs de la politique macro-économique dépend,

certes, d'une politique monétaire nationale appropriée, mais tout autant du concours que lui apportent la politique budgétaire et l'évolution des salaires. C'est pourquoi le processus d'assainissement des finances publiques doit se poursuivre dans les pays ayant un niveau trop élevé de déficit budgétaire ou de dette publique. Ailleurs, le tassement de l'activité économique ne doit pas entraîner un accroissement du déficit qui excède l'effet des stabilisateurs budgétaires économiques. En outre, si la progression des salaires nominaux s'est modérée en 1992 dans certains pays de la Communauté, il reste nécessaire qu'elle soit encore sensiblement ralentie là où les coûts de main-d'oeuvre augmentent à un rythme rapide. Etant donné l'importance capitale des marchés du travail dans l'économie, tous les pays de la Communauté doivent mettre en oeuvre sans retard les mesures structurelles nécessaires pour améliorer la flexibilité de ces marchés. Enfin, dans les pays où l'existence de pratiques contraires à la concurrence sur certains marchés de biens ou de services fait obstacle à une désinflation plus rapide, il convient de prendre immédiatement les mesures appropriées d'action sur l'offre.

Pour conclure, il importe au plus haut point d'améliorer l'équilibre entre les politiques budgétaire et monétaire, et de renforcer les politiques d'action sur l'offre dans les pays de la Communauté. Comme l'a mis en lumière le caractère décevant de l'évolution économique et financière en 1992, des progrès décisifs s'imposent dans ces domaines ; cela non seulement pour poser les fondements d'une croissance économique soutenue, mais aussi pour rétablir la crédibilité du MCE et parvenir au degré de convergence et au niveau de flexibilité des marchés qui sont nécessaires pour mener à bien le processus de l'Union économique et monétaire.

4. L'EVOLUTION DU MARCHE DE L'ECU PRIVE

L'écu privé est resté essentiellement un instrument financier. Son usage dans le secteur bancaire et sur les marchés financiers s'est encore développé en 1992, quoique à un rythme plus lent que les années précédentes (voir tableau 5). Dans le même temps, l'écu privé a été très activement traité sur les marchés de change et les marchés de contrats à terme. Cette évolution, toutefois, ne s'est

TABEAU 5 : MARCHES FINANCIERS DE L'ECU

	Encours en milliards d'écus (en fin de période)					
	déc. 90	déc. 91	mars 92	juin 92	sep. 92	déc. 92
Obligations internationales	54,9	75,1	82,8	86,7	86,6	83,6
Obligations d'émetteurs nationaux	35,1	40,2	42,7	43,1	44,0	43,3
Bons du Trésor	8,4	6,9	7,1	6,9	6,9	7,9
Euro-billets de trésorerie et euro-effets	6,1	9,2	11,6	10,7	8,6	7,6
Créances des banques (a)	148,4	188,3	190,7	192,6	198,4	n.d.
- sur les agents non bancaires (b)	34,1	59,2	56,0	58,1	59,2	n.d.
- sur les banques (c)	114,3	129,1	134,7	134,5	139,2	n.d.
Passif des banques (a)	147,2	187,4	200,1	204,2	199,4	n.d.
- envers les agents non bancaires (b)	22,3	28,5	33,1	35,5	35,0	n.d.
- envers les banques (c)	124,9	158,9	166,9	168,7	164,3	n.d.
Pour mémoire :						
Avoirs des banques centrales en écus privés	27,1	28,8	32,2	30,6	21,0	19,2

Source : BRI.

(a) Du fait de l'extension de la zone recensée, il y a une rupture dans les séries en 1991, de sorte que les chiffres de 1990 et ceux de 1991 ne sont pas comparables.

(b) Agents non bancaires identifiés seulement.

(c) Chiffres résiduels (y compris les banques centrales).

pas accompagnée d'une progression un tant soit peu significative de son utilisation dans les opérations non financières, qui est restée très limitée.

La période sous revue a été caractérisée par deux phases distinctes. Dans les six premiers mois de 1992, le marché de l'écu privé a continué de croître régulièrement, suite à l'accord intervenu sur le Traité de Maastricht en décembre 1991. Au second semestre, toutefois, on a observé un net ralentissement, contrecoup des difficultés rencontrées dans la ratification du Traité de Maastricht et des tensions apparues ultérieurement dans le MCE. Avec l'instabilité plus grande des taux d'intérêt et des taux de change dans la Communauté, les risques liés aux placements libellés en écus ont augmenté sensiblement. Les opérateurs des marchés ont effectué des arbitrages en faveur de monnaies traditionnellement fortes ou bien ils ont cherché à couvrir leurs risques en écus, comme le montre l'augmentation considérable des volumes traités sur les marchés de contrats à terme de Londres et de Paris.

Ce profil d'évolution du marché de l'écu s'est reflété à la fois dans le compartiment des opérations des banques et dans celui des obligations. A la différence de 1991, le volume global des crédits bancaires en écus privés n'a accusé qu'une expansion modérée. Si le montant des créances interbancaires a augmenté quelque peu, celui des prêts au secteur non bancaire est resté grosso modo inchangé pendant les neuf premiers mois de 1992. Les exigibilités totales des banques en écus, envers les banques et les agents non bancaires, se sont sensiblement accrues jusqu'à fin juin, mais elles ont diminué légèrement au troisième trimestre de l'année. Cette réduction du passif en écus du secteur bancaire peut être attribué principalement à la contraction du volume des dépôts constitués par les banques centrales. Cela a résulté notamment des interventions en écus privés sur les marchés de change -les réserves des banques centrales en écus privés sont tombées de 30,6 milliards, à fin juin 1992, à 21 milliards à fin septembre- mais c'est aussi la conséquence du recul de l'activité des autorités publiques sur le marché des émissions obligataires et de la diminution concomitante des nouveaux dépôts des banques centrales.

Le tournant marqué par l'évolution du marché après le milieu de l'année a été particulièrement prononcé dans le compartiment des titres du marché financier en écus. La demande de valeurs en écus s'étant tarie au second semestre de 1992, le rendement des obligations à long terme en écus a commencé de faire apparaître une prime par rapport au rendement théorique. Ce phénomène a rendu les émissions nouvelles en écus relativement coûteuses et réduit ainsi l'attrait des programmes d'emprunt, qui ont dès lors été révisés en baisse. De ce fait, l'écu privé est tombé de la troisième à la sixième place dans le classement des monnaies utilisées comme supports d'emprunts obligataires internationaux. Le recul des émissions en écus a été important. Cependant, en raison du faible montant des remboursements, l'encours d'obligations libellées en écus a légèrement progressé au cours de la période sous revue. En revanche, une diminution s'est produite pour l'encours des effets à court terme libellés en écus privés, résultant de la contraction du secteur des euro-effets et des euro-billets de trésorerie.

Dans ce contexte difficile, le marché de l'écu a fait preuve de résistance. En particulier, il a montré sa capacité d'adaptation à de vives fluctuations des devises qui le composent. On l'a vu avec le retour relativement rapide à un faible écart entre la valeur théorique et la valeur sur le marché du taux de change de l'écu et les taux d'intérêt en écus. Au début de 1993, les émissions ont repris sur le marché des obligations en écus.

L'enquête sur le marché des changes, effectuée en avril 1992 sur les principales places financières, a fait apparaître une extension du recours à l'écu privé. Par comparaison avec avril 1989, date de la précédente enquête, l'écu privé a été utilisé dans 3 % de l'ensemble des opérations, contre 0,9 % trois ans avant. A l'intérieur de la Communauté, les opérations mettant en jeu l'écu privé ont représenté dans la plupart des Etats membres entre 5 % et 10 % du volume total.

TABLEAU R1 : PIB en volume

Pays	Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente			
	1987-89 moyenne	1990	1991	1992 (a)
Belgique	3,6	3,4	1,9	0,8
Danemark	0,7	2,0	1,2	1,0
Allemagne (ouest) (b)	2,8	5,1	3,7	1,5
Grèce	2,4	-0,1	1,8	1,5
Espagne	5,2	3,7	2,3	1,0
France	3,9	2,3	0,9	1,8
Irlande	5,5	8,3	2,5	2,4
Italie	3,4	2,2	1,4	1,0
Luxembourg	6,1	4,6	2,7	2,5
Pays-Bas	2,5	3,9	2,3	1,4
Portugal	4,9	4,2	2,4	1,8
Royaume-Uni	3,7	0,6	-2,5	-0,6
CEE (c)				
Moyenne	3,5	2,8	1,2	1,1
Dispersion (d)	0,8	1,6	2,0	0,8
Pays du MCE à marge étroite à l'origine (c)				
Moyenne	3,2	3,8	2,3	1,6
Dispersion (d)	0,8	1,4	1,3	0,3
Etats-Unis	3,6	0,7	-1,3	2,0
Japon	4,9	5,2	4,4	1,5

Sources : Données nationales, Commission des Communautés européennes

(a) Estimations.

(b) Pour 1992, les chiffres correspondants sont 6,1 % pour la partie orientale de l'Allemagne et 1,9 % pour l'ensemble du pays.

(c) Pondération en fonction du PIB de 1989 sur la base des taux de change 1989 de parité de pouvoir d'achat (d) Ecart-type pondéré.

TABLEAU R2 : TAUX DE CHOMAGE (a)

Pays	en pourcentage de la population active civile			
	1987-89 moyenne	1990	1991	1992 (b)
Belgique	10,0	7,6	7,5	8,2
Danemark	6,6	8,1	8,9	9,5
Allemagne (ouest) (c)	6,1	4,8	4,2	4,5
Grèce	7,5	7,0	7,7	7,7
Espagne	19,1	16,3	16,3	18,4
France	9,9	9,0	9,5	10,0
Irlande	17,0	14,5	16,2	17,8
Italie	10,9	10,0	10,0	10,1
Luxembourg	2,1	1,7	1,6	1,9
Pays-Bas	9,2	7,5	7,0	6,7
Portugal	5,9	4,6	4,1	4,8
Royaume-Uni	8,7	7,0	9,1	10,8
CEE				
Moyenne	9,7	8,3	8,7	9,5
Dispersion (d)	2,7	2,6	3,3	3,7
Pays du MCE à marge étroite à l'origine				
Moyenne	8,1	7,2	7,1	7,4
Dispersion (d)	2,2	2,2	2,8	2,9
Etats-Unis (e)	5,7	5,5	6,7	7,3
Japon (e)	2,5	2,1	2,1	2,1

Sources : Eurostat.

(a) Définition normalisée. (b) Estimations. (c) Pour 1992, les chiffres correspondants

(définition nationale) sont 14,3 % pour la partie orientale et 7,7 % pour l'ensemble du pays.

(d) Ecart-type pondéré. (e) En pourcentage de la population active totale.

TABLEAU R3 : PRIX A LA CONSOMMATION

Pays	Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente				Période de 12 mois finissant en	
	1987-89 moyenne	1990	1991	1992 (a)	déc 91	déc. 92 (a)
Belgique	2,0	3,5	3,2	2,4	2,8	2,4
Danemark	4,4	2,6	2,4	2,1	2,3	1,5
Allemagne (ouest) (b)	1,4	2,7	3,5	4,0	4,2	3,7
Grèce	14,5	20,4	19,5	15,8	18,0	14,4
Espagne	5,6	6,7	5,9	5,9	5,5	5,3
France	3,2	3,4	3,1	2,8	3,1	2,0
Irlande	3,1	3,2	3,2	3,0	3,6	2,3
Italie	5,4	6,5	6,4	5,3	6,1	4,8
Luxembourg	1,6	3,7	3,1	3,2	2,6	2,9
Pays-Bas	0,4	2,5	3,9	3,7	4,9	2,6
Portugal	10,5	13,4	11,4	8,9	9,6	8,4
Royaume-Uni	5,6	9,5	5,9	3,7	4,5	2,6
CEE (c)						
Moyenne	4,1	5,7	5,1	4,3	4,8	3,7
Dispersion (d)	2,5	3,4	2,6	2,0	2,2	2,0
Pays du MCE à marge étroite à l'origine (c)						
Moyenne	2,1	3,0	3,3	3,3	3,7	2,8
Dispersion (d)	1,0	0,4	0,3	0,6	0,7	0,8
Etats-Unis	4,2	5,4	4,3	3,0	3,1	2,9
Japon	1,0	3,1	3,3	1,7	2,7	1,2

Sources : Données nationales, BRI

(a) Estimations pour partie (b) En 1992, les prix à la consommation ont augmenté en moyenne de 11,1 % dans la

partie orientale de l'Allemagne. Dans la période de douze mois finissant en décembre 1992, le taux de hausse des prix à la consommation y a été de 2,8 % Les chiffres concernant l'ensemble du pays n'ont pas été calculés.

(c) Pondération en fonction des dépenses de consommation en 1989 calculés sur la base des taux de change 1989 de parité de pouvoir d'achat (d) Ecart-type pondéré

TABLEAU R4. REMUNERATION PAR TETE DES SALARIES(a)

Pays	Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente			
	1987-89 moyenne	1990	1991	1992 (b)
Belgique	3,1	5,8	6,8	5,7
Danemark	5,6	3,6	3,8	2,7
Allemagne (ouest) (c)	3,0	4,8	6,0	5,4
Grèce	16,1	18,4	15,0	12,6
Espagne	6,8	8,7	8,0	9,0
France	4,5	5,2	4,3	4,1
Irlande	5,1	4,7	5,7	6,2
Italie	8,6	10,5	8,8	4,7
Luxembourg	4,9	7,0	4,4	5,1
Pays-Bas	1,7	3,3	5,2	5,1
Portugal	12,9	17,3	17,7	14,0
Royaume-Uni	8,6	9,8	8,2	6,1
CEE (d)				
Moyenne	6,1	7,6	7,1	5,7
Dispersion (e)	2,9	3,2	2,4	2,0
Pays du MCE à marge étroite à l'origine (d)				
Moyenne	3,6	4,8	5,3	4,8
Dispersion (e)	1,0	0,6	0,9	0,8
Etats-Unis	4,2	4,9	5,1	2,4
Japon	3,7	5,3	4,4	3,2

Sources : Données nationales , Commission des Communautés européennes.

(a) Pour l'ensemble de l'économie - en termes nominaux. (b) Estimations. (c) Pour 1992, les chiffres correspondants sont : 35,4 % pour la partie orientale de l'Allemagne et 9,7 % pour l'ensemble du pays. (d) Pondération en fonction du PIB de 1989 sur la base des taux de change 1989 de parité de pouvoir d'achat. (e) Ecart-type pondéré

TABLEAU R5. SOLDES FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (a)

Pays	en pourcentage du PIB en valeur			
	1987-89 moyenne	1990	1991	1992 (b)
Belgique	-7,0	-5,8	-6,7	-6,9
Danemark	0,8	-1,5	-2,2	-2,4
Allemagne (c)	-1,9	-3,1	-3,9	-3,8
Grèce	-14,9	-17,4	-15,4	-9,1
Espagne	-3,1	-3,9	-4,9	-4,4
France	-1,6	-1,4	-1,9	-3,0
Irlande	-4,4	-2,5	-2,4	-2,6
Italie	-10,5	-10,9	-10,2	-10,0
Luxembourg	2,2	3,3	-1,5	-2,5
Pays-Bas	-6,0	-4,4	-3,5	-3,8
Portugal (d)	-8,1	-6,1	-5,7	-5,0
Royaume-Uni	0,2	-1,3	-2,7	-6,1
CEE				
Moyenne	-3,6	-4,2	-4,7	-5,3
Dispersion (e)	3,9	3,9	3,1	2,5
Pays du MCE à marge étroite à l'origine				
Moyenne	-2,3	-2,7	-3,2	-3,6
Dispersion (e)	1,8	1,3	1,3	0,9
Etats-Unis	-2,0	-2,5	-3,4	-4,8
Japon	1,5	3,0	2,4	2,2

Sources : Données nationales , Commission des Communautés européennes.

(a) Les chiffres peuvent ne pas correspondre aux principes sur lesquels sont basées les définitions relatives aux "déficits excessifs" contenus dans le traité de Maastricht. Ces principes continuent d'être discutés en vue d'une harmonisation. (b) Estimations. (c) Jusqu'en 1989, partie occidentale seulement. (d) Besoin de financement. (e) Ecart-type pondéré.

TABLEAU R6. SOLDES DES BALANCES COURANTES

Pays	en pourcentage du PIB nominal			
	1987-89 moyenne	1990	1991	1992 (a)
Belgique - Luxembourg	2,2	1,9	2,5	2,3
Danemark	-1,7	1,0	1,7	3,3
Allemagne (b)	4,4	3,0	-1,2	-1,3
Grèce	-3,1	-5,3	-2,1	-2,7
Espagne	-1,2	-3,4	-3,2	-3,4
France	-0,5	-0,8	-0,5	0,2
Irlande	-0,5	0,1	3,4	5,7
Italie	-0,7	-1,3	-1,8	-2,0
Pays-Bas	2,5	3,8	3,0	2,6
Portugal	-0,3	-0,3	-1,0	-0,2
Royaume-Uni	-2,9	-3,1	-1,1	-2,1
CEE				
Moyenne	0,4	-0,3	-0,9	-1,0
Dispersion (c)	2,6	2,5	1,4	1,7
Pays du MCE à marge étroite à l'origine				
Moyenne	2,0	1,5	-0,2	0,1
Dispersion (c)	2,3	1,8	1,4	1,6
Etats-Unis	-2,7	-1,4	0,2	-1,0
Japon	2,8	1,3	2,5	3,2

Sources : Données nationales , Commission des Communautés européennes.

(a) Estimations. (b) Jusqu'en 1989, partie occidentale seulement. (c) Ecart-type pondéré.

TABLEAU R7 : AGREGATS MONETAIRES LARGES (a)

Pays	Pourcentage de variation du 4e trimestre au 4e trimestre de l'année suivante			
	1987-89 moyenne	1990	1991	1992 (b)
Belgique	10,2	5,7	9,8	(c) 9,2
Danemark	3,1	8,1	5,6	1,3
Allemagne (d)	5,9	5,6	5,2	9,4
Grèce	23,9	15,7	10,6	16,9
Espagne	15,2	10,8	11,4	4,9
France	8,9	8,2	3,9	5,9
Irlande	6,8	16,7	5,2	8,3
Italie	8,1	9,6	8,3	5,9
Luxembourg	21,3	25,1	2,1	9,0
Pays-Bas	8,9	6,7	5,7	6,3
Portugal	16,1	15,6	14,7	13,4
Royaume-Uni	17,1	12,1	6,2	3,7
CEE (e)				
Moyenne	10,6	9,3	6,9	6,5
Dispersion (f)	4,6	3,4	2,8	2,5
Pays du MCE à marge étroite à l'origine (e)				
Moyenne	7,7	6,7	5,1	7,3
Dispersion (f)	2,0	2,3	1,0	1,8
Etats-Unis	4,8	4,0	3,0	1,9
Japon	10,6	9,2	3,1	-0,2

Sources : Données nationales , BRI

(a) Voici les agrégats qui ont été choisis : Belgique M4H , Danemark M (= M3H) , Allemagne M3 , Grèce M3 , Espagne ALP , France M3 , Irlande M3E (= M3H) , Italie M2 (= M3H) , Luxembourg M3H , Pays-Bas M3H , Portugal L , Royaume-Uni M4 , Etats-Unis M2 , Japon M2 + CD. Les chiffres relatifs à la CEE et aux pays du MCE ont été calculés pour M3H (agrégat harmonisé).

(b) Estimations pour partie

(c) Pourcentage de variation entre le 3e trimestre et le 3e trimestre de l'année suivante.

(d) Jusqu'en 1989, partie occidentale seulement

(e) Pondération par le PIB de 1989 sur la base des taux de change 1989 de parité de pouvoir d'achat.

(f) Ecart-type pondéré

II LES INSTRUMENTS ET LES MODALITES DE LA POLITIQUE MONETAIRE DANS LES PAYS DE LA COMMUNAUTE

Les banques centrales de la Communauté sont unanimes à penser que les politiques monétaires doivent avoir comme but final d'obtenir et de maintenir la stabilité des prix. Il y a néanmoins des différences entre les pays dans la manière dont ces politiques sont mises en oeuvre. Dans certains cas, on fixe un objectif intermédiaire portant sur la croissance de la masse monétaire ou sur ses contreparties internes, alors que, dans d'autres, la politique monétaire est conduite essentiellement en fonction d'un objectif de taux de change. Au Royaume-Uni, les autorités se sont fixé un objectif explicite de taux d'inflation depuis la suspension de la participation du sterling au MCE. Nonobstant ces différences, les taux d'intérêt du marché monétaire sont un *objectif opérationnel* important, ou même capital, dans la conduite journalière de la politique monétaire dans tous les pays de la Communauté. En outre, le recours de plus en plus large aux techniques de marché a contribué, ces dernières années, à rapprocher les instruments et méthodes d'action monétaire qu'utilisent les différentes banques centrales de la Communauté pour influencer sur les taux à court terme du marché (on trouvera à l'Annexe I une description des principaux changements intervenus à cet égard depuis le début de la phase 1).

Le tableau 6 fait une présentation succincte des principaux instruments et méthodes de la politique monétaire dans la Communauté. On voit que, à l'heure actuelle, les opérations de marché constituent le principal moyen d'action dans la plupart des pays membres. Il subsiste cependant des différences d'un pays à l'autre, notamment en ce qui concerne le recours aux réserves obligatoires, l'importance des "facilités" permanentes offertes par la banque centrale (telles que le réescompte, les autres formes de concours directs et la constitution de dépôts) et la fréquence des opérations de la banque centrale sur le marché. En outre, toutes les banques centrales de la Communauté ne procèdent pas de la même façon pour faire connaître leurs intentions.

1. LES PRINCIPAUX INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Les banques centrales agissent sur les taux d'intérêt du marché monétaire en fixant les conditions auxquelles elles servent la demande de monnaie centrale émanant des banques. Ces dernières ont besoin de liquidités, soit pour remplir les obligations nées de la compensation, soit pour satisfaire à la réglementation des réserves obligatoires. Il peut y avoir des moments, toutefois, où les réserves en monnaie centrale excèdent la demande des banques. En pareil cas, les banques centrales influent sur les taux du marché à court terme en fixant les conditions auxquelles elles acceptent des dépôts, émettent des effets à court terme ou cèdent des actifs.

Dans beaucoup de pays, *les réserves obligatoires* sont un moyen de susciter ou d'accroître la demande de monnaie centrale. En outre, quand elles doivent être constituées en moyenne sur une période, comme c'est normalement le cas dans la Communauté, ce système permet aux banques de faire face à une insuffisance ou à un excédent temporaire de liquidités sur le marché sans intervention de la banque centrale, ce qui peut réduire la variabilité des taux d'intérêt à très court terme. Les réserves obligatoires constituent toutefois une sorte d'impôt sur l'intermédiation bancaire, quand elles ne sont pas rémunérées au taux du marché, de sorte qu'elles peuvent favoriser la désintermédiation ou la délocalisation financières. Pour prévenir ce risque, certains Etats membres préfèrent, soit rémunérer les réserves obligatoires au taux du marché, soit ne pas en imposer dans la conduite de la politique monétaire et utiliser d'autres moyens pour provoquer une pénurie de liquidités sur le marché quand il y a lieu. Aux Pays-Bas, par exemple, on recourt à un système de réserves obligatoires rémunérées (assises principalement sur les exigibilités à court terme des banques) chaque fois que les besoins de liquidités sur le marché monétaire risquent de devenir trop faibles.

TABEAU 6 : INSTRUMENTS ET MODALITÉS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

	BELGIQUE	DANEMARK	ALLEMAGNE	GRÈCE	ESPAGNE	FRANCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	PORTUGAL	ROYAUME-UNI
RÉSERVES OBLIGATOIRES PERMANENTES COMME INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE											
- Volume (en % du PIB) (a)	-	-	2,7 non	3,9 en partie	2,0 non	0,1 non	1,8 au-dessous des taux du marché	8,0 en partie	-	16,1 en partie	-
- Rémunération	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FACILITÉS PERMANENTES (b)											
- Concours accordés à des taux inférieurs ou analogues à ceux du marché (taux)	<input type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/> (au-dessous du marché)	-	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/> (proche du marché)	<input checked="" type="checkbox"/> (au-dessous du marché)	-	-
- Faculté de constitution de dépôts	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	-	-
- Refinancement marginal	<input type="checkbox"/>	-	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
OPÉRATIONS D'OPEN MARKET											
1. Types (b)											
- Opérations ferme (c)	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
- Pensions d'effets du marché intérieur	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
- Reports de devises	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-
2. Fréquence des opérations (d)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
3. Procédures d'adjudication (b)											
- à taux préfixé	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-	<input type="checkbox"/>	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-
- à taux de soumission	<input type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

- : Ne s'applique pas ou n'est pas utilisé.
(a) Encours à la fin de 1992.
(b) Importance comme instruments de fourniture (ou de retrait) de liquidités au marché (ou du marché) : faible moyenne grande.
(c) Y compris les émissions de certificats de dépôt par la Banque centrale, dans le cas du Danemark et du Portugal, et les prêts non garantis au jour le jour dans le cas de la Grèce.
(d) Une fois par semaine environ Plusieurs fois par semaine Plus d'une fois par jour.

Les "*facilités*" permanentes sont offertes par les banques centrales à des taux annoncés à l'avance et peuvent être utilisées par les banques à l'initiative de chacune. Elles continuent, dans de nombreux cas, de jouer un rôle important comme instrument de régulation des conditions du marché monétaire et comme moyen pour les autorités de faire connaître leurs intentions. Les concours accordés à des taux inférieurs à ceux du marché ne représentent une proportion significative de l'offre de monnaie centrale qu'aux Pays-Bas -sous la forme d'avances ordinaires en compte courant- et en Allemagne -avec le réescompte des effets de commerce. Dans la majorité des pays de la Communauté, les concours de ce genre n'existent pas ou sont moins utilisés. Dans quelques pays, les banques ont la faculté de constituer des dépôts rémunérés à la banque centrale, qui peut ainsi éponger les excédents de liquidités et, parfois, fixer par ce moyen la limite inférieure des taux du marché à très court terme. Enfin, la plupart des banques centrales offrent des possibilités de découvert pour financer les déséquilibres que la compensation peut faire apparaître en fin de journée. Cette facilité est habituellement accordée à un taux de pénalisation, qui marque souvent la limite supérieure des taux du marché à très court terme.

Au cours de la dernière décennie, un trait commun de la conduite de la politique monétaire dans la Communauté a été le recours accru aux opérations dites *d'open market*, plutôt qu'aux "*facilités*" permanentes. Aujourd'hui, ces opérations ont la faveur de la plupart des banques centrales dans la Communauté, car elles sont menées à leur seule discrétion et utilisent les mécanismes du marché pour octroyer des liquidités et donner des indications sur les intentions des autorités.

Les opérations ferme *d'open market* se pratiquent dans la plupart des pays de la Communauté, mais ne jouent un rôle majeur qu'au Royaume-Uni, au Danemark et au Portugal. Plus de la moitié des opérations de la Banque d'Angleterre sur le marché monétaire sont des achats ferme d'effets à échéances diverses. Depuis avril 1992, la Banque Nationale du Danemark émet à intervalles réguliers des certificats de dépôt dont le taux d'intérêt gouverne les taux du

marché (voir la section suivante). Les certificats peuvent être rachetés par la banque centrale quand il est nécessaire de fournir des liquidités. Au Portugal, les excédents de liquidités sur le marché sont généralement épongés par l'émission d'effets de la banque centrale. En Allemagne, depuis l'importante réduction des réserves obligatoires intervenue au printemps de 1993, la Bundesbank émet, pour lisser la liquidité, des titres du Trésor à intérêt précompté. Ils peuvent être écoulés auprès du secteur non bancaire aussi bien qu'auprès des banques.

Les *pensions d'effets du marché intérieur* sont devenues le principal instrument de régulation des conditions du marché monétaire dans la plupart des Etats membres. Les prises en pension, qui consistent en l'achat de titres suivant un contrat prévoyant leur revente, à un prix déterminé et à une date future donnée, servent à fournir des liquidités, alors que la procédure inverse, celle des mises en pension, permet d'en absorber. L'attrait de ces opérations tient au fait qu'elles peuvent être mises en oeuvre rapidement et qu'elles n'ont pas d'incidence significative sur les prix des actifs utilisés. En outre, la banque centrale garde l'initiative en fixant le montant, le moment et la durée du contrat et en décidant, soit de renouveler ce dernier, soit de le laisser se dénouer à l'échéance.

Les *reports de devises* (combinaison d'une opération au comptant et d'une opération à terme) peuvent constituer un instrument de régulation du marché monétaire intérieur, sans incidence directe sur le taux de change. Ils offrent beaucoup de souplesse en ce qui concerne l'échéance et le volume des opérations. En Irlande, où elles peuvent être conclues pour la journée seulement, ces opérations sont un des grands moyens d'action des autorités monétaires. Le même instrument est utilisé parfois dans d'autres pays de la Communauté, notamment quand la banque centrale désire stériliser l'effet d'importants flux de devises sur la liquidité interne.

2. LES PRINCIPALES METHODES DE MISE EN OEUVRE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Les méthodes suivies dans la conduite de la politique monétaire varient dans la Communauté d'un pays à l'autre, en particulier quant à la fréquence des opérations de la banque centrale, à la fixation du volume de ces opérations et des taux d'intérêt, et au choix des contreparties.

La *fréquence* des opérations d'open market est souvent liée à leur échéance. Elle peut tenir aussi à des données structurelles, notamment à l'importance des réserves obligatoires. Au Royaume-Uni, par exemple, où il n'y a pas de réserves obligatoires, il arrive que la banque centrale intervienne sur le marché monétaire plusieurs fois par jour. En Allemagne, en revanche, où les réserves obligatoires contribuent pour une part importante à stabiliser la demande de monnaie centrale, la banque centrale n'intervient en règle générale qu'hebdomadairement. En France, la fréquence des interventions de la banque centrale sur le marché tend depuis quelque temps à augmenter, en raison notamment de la réduction des réserves obligatoires. La fréquence des opérations peut aussi, dans certains cas, traduire le degré de contrôle que la banque centrale entend exercer sur les taux d'intérêt du marché à court terme.

Dans le cadre des "facilités" permanentes, les taux d'intérêt sont annoncés à l'avance par les banques centrales, tandis que les quantités sont déterminées par la demande des banques, sous réserve, en général, de certaines limites. S'agissant des opérations d'open market, diverses techniques d'adjudication permettent aux banques centrales de fixer de manière plus souple *les taux d'intérêt et les quantités*. Les "adjudications à taux déterminé", où les banques soumissionnent uniquement pour les volumes de fonds octroyés par la banque centrale à un taux préfixé, permettent de faire connaître les intentions guidant la politique monétaire et de stabiliser les anticipations du marché. La méthode des "adjudications à taux de soumission", dans laquelle les banques font des offres portant à la fois sur la quantité et sur le taux, donne plus de poids au jeu des

mécanismes du marché dans la détermination des taux d'intérêt. La plupart des banques centrales de la Communauté ont tendance à utiliser une seule méthode, quoique certaines puissent exploiter les avantages des différents types d'adjudication suivant les circonstances.

La situation n'est pas la même dans tous les pays de la Communauté en ce qui concerne la mesure dans laquelle la banque centrale mène ses opérations avec l'ensemble des acteurs du marché monétaire ou seulement avec quelques intermédiaires. Au Royaume-Uni et en Belgique, un souci d'efficacité pratique a amené la banque centrale à n'effectuer ses opérations de marché qu'avec un petit nombre de *contreparties* spécialisées. La plupart des autres banques centrales de la Communauté opèrent en principe avec l'ensemble des acteurs du marché. Dans certains pays, toutefois, il arrive que la banque centrale choisisse de traiter avec des grandes banques ou des contrepartistes, quand elle désire susciter une modification rapide des taux d'intérêt du marché au moyen d'opérations de "réglage fin".

3. LES MOYENS D'INDIQUER LES INTENTIONS DES AUTORITES MONETAIRES

Les banques centrales donnent des indications au marché sur leurs intentions par le biais de leurs taux d'intérêt "directeurs" (voir le graphique 6 page 29). Ceux-ci sont souvent les taux des "facilités" permanentes, mais peuvent être aussi les taux auxquels les banques centrales fournissent ou retirent des liquidités par la voie des opérations d'open market. Quelques banques centrales de la Communauté s'appuient essentiellement sur un taux d'intérêt unique pour orienter les taux du marché et lui envoyer des signaux, comme c'est le cas en Irlande. D'autres utilisent plusieurs taux, ce qui peut donner plus de souplesse tant dans la conduite des opérations que dans l'envoi des "signaux" au marché. Dans certains cas, un premier taux marque la limite supérieure (ou inférieure) des taux du marché, tandis qu'un second sert à les guider. Dans d'autres, comme en Belgique, deux taux peuvent délimiter un couloir d'évolution des conditions du marché à court terme, la banque centrale guidant ces dernières au moyen d'interventions sur le marché monétaire.

Les banques centrales peuvent aussi faire connaître leurs intentions en modifiant leurs moyens d'action, notamment les modes d'adjudication ou l'échéance des opérations d'open market. Elles peuvent, par exemple, passer de l'adjudication à taux de soumission à l'adjudication à taux déterminé pour stabiliser les anticipations du marché ou renforcer l'effet des ajustements de taux d'intérêt officiels, comme la Banque fédérale d'Allemagne l'a fait en septembre 1992.

III. LES CARACTERISTIQUES INSTITUTIONNELLES DES BANQUES CENTRALES DE LA COMMUNAUTE

1. STATUTS ET INDEPENDANCE

Le Traité sur l'Union européenne donne sans équivoque mission au Système européen de banques centrales (SEBC) de maintenir la stabilité des prix. Pour s'acquitter de ce mandat, il importe que les autorités du SEBC ne soient pas soumises dans les décisions qu'elles ont à prendre aux directives d'autres instances qui pourraient aller à l'encontre de cet objectif.

En conséquence, les statuts du SEBC comportent un certain nombre de dispositions destinées à garantir l'indépendance du Système dans l'accomplissement de ses missions. Ils précisent en particulier que la Banque centrale européenne, les banques centrales nationales et tous les membres de leurs organes de décision ne devront recevoir aucune instruction des autorités nationales ou communautaires concernant leur action. De plus, les statuts donnent aux membres des organes de décision l'assurance d'un mandat de durée déterminée pour l'exercice de leurs fonctions. Outre les dispositions spécifiant l'indépendance politique et institutionnelle du Système, sa liberté d'action sur le plan économique et pratique est confirmée par les dispositions des statuts relatives aux fonctions, aux modalités opérationnelles et au financement dudit Système.

En vertu de l'article 108 du Traité, chaque Etat membre doit veiller à ce que, au plus tard à la date de la mise en place du SEBC, sa législation nationale, y compris le statut de sa banque centrale, soit compatible avec le Traité et avec les statuts du Système¹. L'article 109e(5) stipule que le processus conduisant à

¹ Cette disposition ne s'applique pas au Royaume-Uni tant qu'il ne participera pas à la phase 3 de l'UEM (voir les sections 5 et 11 du Protocole sur certaines dispositions relatives au Royaume-Uni). En outre, il résulte de la Décision prise par les chefs d'Etat ou de gouvernement à la réunion au sommet d'Edimbourg, les 11 et 12 décembre 1992, que le Danemark (qui a fait savoir officiellement qu'il ne participerait pas à la phase 3 de l'UEM) gardera ses pouvoirs actuels en matière de politique monétaire, dans le cadre de ses lois et réglementations nationales, notamment les compétences de la Banque Nationale du Danemark en ce domaine.

TABLEAU 7 : CARACTÉRISTIQUES INSTITUTIONNELLES DES BANQUES CENTRALES DE LA COMMUNAUTÉ

	BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE	BANQUE NATIONALE DU DANEMARK	BANQUE FÉDÉRALE D'ALLEMAGNE	BANQUE DE GRÈCE	BANQUE D'ESPAGNE	BANQUE DE FRANCE
PRINCIPAL OBJECTIF STATUTAIRE	Aucun, mais, implicitement, sauvegarder la monnaie	Maintenir un système monétaire solide et sûr	Sauvegarder la monnaie	Contrôler la monnaie en circulation et le crédit	Sauvegarder la valeur de la monnaie	Veiller sur la monnaie et le crédit
POUVOIR LÉGAL DE						
1) déterminer le régime de taux de change	1. Gouvernement	1. Gouvernement	1. Gouvernement	1. Gouvernement	1. Gouvernement	1. Gouvernement
2) fixer des objectifs de croissance monétaire	2. Banque centrale (pas d'objectif fixé actuellement)	2. Banque centrale (pas d'objectif fixé actuellement)	2. Banque centrale	2. Banque centrale	2. Gouvernement	2. Conjointement avec le gouvernement
3) modifier les taux d'intérêt directeurs	3. Banque centrale	3. Banque centrale	3. Banque centrale	3. Banque centrale	3. Banque centrale	3. Conjointement avec le gouvernement
RESPONSABILITÉS						
1) Application de la politique monétaire et de la politique de change	1. Oui	1. Oui	1. Oui	1. Oui	1. Oui	1. Oui
2) Émission de la monnaie fiduciaire	2. Oui	2. Oui	2. Oui	2. Oui	2. Oui	2. Oui
3) Services liés aux systèmes de paiement	3. Oui	3. Oui	3. Oui	3. Oui	3. Oui	3. Oui
4) Banque des banques et banque de l'État	4. Oui	4. Oui	4. Oui	4. Oui	4. Oui	4. Oui
5) Surveillance des institutions financières	5. Non	5. Non	5. Non	5. Oui	5. Oui	5. Oui
6) Sauvegarde de la stabilité financière	6. Oui	6. Oui	6. Oui	6. Oui	6. Oui	6. Oui
7) Gestion des réserves de change	7. Oui	7. Oui	7. Oui	7. Oui	7. Oui	7. Oui
INSTANCES DIRIGEANTES	- Gouverneur - Comité de direction - Conseil de régence - Collège des censeurs - Conseil général	- Conseil des gouverneurs - Conseil d'administration - Comité des administrateurs - Commissaire royal auprès de la Banque	- Conseil de la Banque centrale - Directoire - Comités de direction des Banques centrales de région	- Conseil général	- Gouverneur - Sous-gouverneur - Conseil général - Conseil exécutif	- Gouverneur - Sous-gouverneurs (2) - Conseil général
NOMINATION DU GOUVERNEUR	- La Couronne sur proposition du gouvernement	- La Couronne sur proposition du gouvernement	- Président de la République fédérale sur proposition du gouvernement fédéral après consultation du Conseil de la Banque centrale - Normalement 8 ans minimum 2 ans (renouvelable)	- Gouvernement sur proposition du Conseil général - 4 ans (renouvelable)	- La Couronne sur proposition du Chef du gouvernement - 4 ans (renouvelable)	- Conseil des ministres - Pas de durée définie
Durée du mandat	- 5 ans (renouvelable)	- pas de durée définie	Aucune	Aucune	Aucune	Aucune
MODIFICATIONS ENVISAGÉES	Législation visant à interdire le «financement monétaire» et à assurer l'indépendance de la Banque centrale en matière de politique monétaire adoptée en mars 1993	Aucune	Aucune	Proposition à l'étude visant à accroître l'indépendance de la Banque centrale dans l'avenir proche et à rendre les statuts plus compatibles avec le Traité de Maastricht	Projet de loi soumis récemment au Parlement pour introduire toutes les dispositions du Traité de Maastricht relatives aux banques centrales	Le gouvernement s'est engagé à modifier les statuts de la Banque centrale, mais aucun projet officiel n'a encore été présenté

TABEAU 7 (suite) : CARACTÉRISTIQUES INSTITUTIONNELLES DES BANQUES CENTRALES DE LA COMMUNAUTÉ

	BANQUE CENTRALE D'IRLANDE	BANQUE D'ITALIE	INSTITUT MONÉTAIRE LUXEMBOURGEOIS	BANQUE DES PAYS-BAS	BANQUE DU PORTUGAL	BANQUE D'ANGLETERRE
PRINCIPAL OBJECTIF STATUTAIRE	Sauvegarder l'intégrité de la monnaie	Aucun, mais, implicitement, sauvegarder la monnaie	Promouvoir la stabilité de la monnaie	Sauvegarder la valeur de la monnaie	Maintenir la stabilité monétaire interne et la solvabilité externe de la monnaie	Aucun, mais, implicitement, sauvegarder la monnaie
POUVOIR LÉGAL DE :						
1) déterminer le régime de taux de change	1. Gouvernement	1. Gouvernement	1. Gouvernement	1. Gouvernement	1. Gouvernement	1. Gouvernement
2) fixer des objectifs de croissance monétaire	2. Banque centrale (pas d'objectif fixé actuellement)	2. Conjointement avec le gouvernement	2. Ne s'applique pas	2. Banque centrale (pas d'objectif fixé actuellement)	2. Banque centrale (pas d'objectif fixé actuellement)	2. Gouvernement
3) modifier les taux d'intérêt directeurs	3. Banque centrale	3. Banque centrale	3. Ne s'applique pas	3. Banque centrale	3. Banque centrale	3. Conjointement avec le gouvernement
RESPONSABILITÉS						
1) Application de la politique monétaire et de la politique de change	1. Oui	1. Oui	1. Oui (en partie)	1. Oui	1. Oui	1. Oui
2) Émission de la monnaie fiduciaire	2. Oui	2. Oui	2. Oui	2. Oui	2. Oui	2. Oui
3) Services liés aux systèmes de paiement	3. Oui	3. Oui	3. Non	3. Oui	3. Oui	3. Oui
4) Banque des banques et banque de l'État	4. Oui	4. Oui	4. Non	4. Oui	4. Oui	4. Oui
5) Surveillance des institutions financières	5. Oui	5. Oui	5. Oui	5. Oui	5. Oui	5. Oui
6) Sauvegarde de la stabilité financière	6. Oui	6. Oui	6. Oui	6. Oui	6. Oui	6. Oui
7) Gestion des réserves de change	7. Oui	7. Oui (conjointement avec l'Office italien des changes)	7. Oui	7. Oui	7. Oui	7. Oui (pour le compte du gouvernement)
INSTANCES DIRIGEANTES						
	- Conseil d'administration	- Gouverneur, Directeur général, 2 Directeurs généraux adjoints (Directoire) - Conseil d'administration	- Direction - Conseil	- Comité de direction - Collège des censeurs	- Gouverneur - Conseil d'administration - Comité de contrôle - Comité consultatif	- Conseil d'administration
NOMINATION DU GOUVERNEUR						
par	- Président sur proposition du gouvernement	- Conseil d'administration avec l'approbation du gouvernement	- Grand-Duc sur proposition du Conseil des ministres	- Désigné par le Comité de direction et le Collège des censeurs siégeant en commun et nommé par la Couronne sur proposition du Conseil des ministres	- Conseil des ministres sur proposition du ministre des Finances	- La Couronne sur proposition du Premier ministre
Durée du mandat	- 7 ans (renouvelable)	- À vie	- 6 ans (renouvelable)	- 7 ans (renouvelable)	- 5 ans (renouvelable)	- 5 ans (renouvelable)
MODIFICATIONS ENVISAGÉES	Un projet de loi comportant les modifications à apporter à la législation relative à la Banque centrale sera soumis au Parlement d'ici à la fin de 1993	- Projet de loi relatif à l'abolition de toute forme d'avances au Trésor et au pouvoir de fixer le coefficient des réserves obligatoires - D'autres changements institutionnels nécessaires pour se conformer au Traité de Maastricht sont à l'étude	Un projet de loi visant à apporter les modifications de la législation requises par le Traité de Maastricht est en préparation à l'ITML	Les modifications de la législation requises par la phase 2 devraient être soumises au Parlement avant l'été 1993	Modification visant à interdire la souscription de bons du Trésor. Les changements institutionnels nécessaires pour se conformer au Traité de Maastricht seront effectués dans le délai prescrit	Aucune. Des modifications seront nécessaires si le Royaume-Uni participe à la phase 3

l'indépendance de chaque banque centrale devra être engagé au cours de la phase 2. L'interdiction faite aux banques centrales par l'article 104 du Traité d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit au secteur public s'appliquera à compter du début de la phase 2 (cf. l'article 109e(3) du Traité)².

Un certain nombre de pays ayant décidé d'amorcer le processus menant à l'indépendance complète de la banque centrale, on a jugé bon de présenter, ci-après, un condensé des caractéristiques institutionnelles actuelles des différentes banques centrales de la Communauté (voir tableau 7). Cette description se limite aux principaux aspects, l'Annexe II donnant un résumé plus étoffé des caractéristiques nationales.

2. OBJECTIFS ET FONCTIONS DES BANQUES CENTRALES

Toutes les banques centrales de la Communauté n'ont pas d'objectif statutaire clairement défini dans le domaine de la politique monétaire. Cependant, il y a consensus entre elles pour estimer que le but principal de cette politique est de sauvegarder la valeur de la monnaie, en d'autres termes de parvenir à la stabilité des prix. Même là où il n'y a pas à cet égard d'obligation inscrite dans les statuts, cela est considéré comme étant le devoir fondamental des autorités monétaires.

Les principales fonctions de la banque centrale sont plus ou moins les mêmes à travers la Communauté. Toutes les banques centrales ont la charge d'effectuer les opérations relatives à la politique monétaire et à la politique de change. En outre, il est de règle qu'elles émettent les billets de banque, jouent le rôle de "banque des banques", rendent à l'Etat des services pour l'exécution du budget, gèrent les réserves officielles de change et qu'elles aient des responsabilités à l'égard du système des paiements. En général, elles sont aussi expressément chargées de sauvegarder la stabilité du système financier. La plupart des banques centrales ont légalement des

² Sous réserve de la section 11 du Protocole sur certaines dispositions relatives au Royaume-Uni, lequel accorde au gouvernement le droit de garder sa ligne de crédit de trésorerie à la Banque d'Angleterre, tant que le Royaume-Uni ne participera pas à la phase 3 de l'UEM.

responsabilités en matière de contrôle des banques, l'Allemagne, la Belgique et le Danemark faisant toutefois exception.

3. LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE ET DE LA POLITIQUE DE CHANGE

Si les principales fonctions sont à peu près les mêmes pour toutes les banques centrales, il y a des différences importantes quant au niveau de responsabilité dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire.

La formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire

Le degré d'indépendance concrète de la banque centrale dans l'élaboration de la politique monétaire, c'est-à-dire pour des décisions telles que la fixation d'objectifs intermédiaires chiffrés est extrêmement variable. Il dépend à la fois des dispositions légales et de traditions historiques ou de pratiques qui ont longuement mûri. Il y a toute une gamme d'expériences nationales : on voit des cas où la banque centrale a toute autorité, comme en Allemagne ; en position intermédiaire, on trouve des pays où le gouvernement peut jouir de certains droits, résultant de la loi ou de la tradition, qui lui permettent d'influencer ou de prendre des décisions ; enfin, il existe des situations où le gouvernement conserve la responsabilité principale de formuler la politique monétaire et où le rôle de la banque centrale est consultatif.

Un critère essentiel de l'indépendance de la banque centrale est le degré de liberté dont elle jouit pour modifier les taux d'intérêt officiels. Légalement, la plupart des banques centrales de la Communauté ont le pouvoir de modifier les taux d'intérêt directeurs. Toutefois, dans certains pays, il est important de distinguer entre les droits tels qu'ils sont fixés par la loi et la pratique coutumière, qui fait que le gouvernement est étroitement impliqué dans les décisions importantes. Au Royaume-Uni, par exemple, où le gouvernement est traditionnellement responsable de la formulation de la politique monétaire, il agit en consultation avec la

banque centrale. En France, les décisions de politique monétaire sont prises conjointement avec le gouvernement.

Les banques centrales ont généralement une grande liberté dans le dosage des différents instruments de politique monétaire et dans le choix des méthodes à utiliser pour les opérations sur le marché monétaire. Ainsi, en Allemagne, l'ensemble des instruments à la disposition de la banque centrale figure dans les statuts mêmes de l'institution : à l'intérieur de ce cadre légal, la banque centrale a toute liberté pour utiliser les instruments de son choix en fonction des circonstances. Il faut faire une exception assez générale, cependant, en ce qui concerne le recours aux réserves obligatoires dans les pays de la Communauté. Celles-ci ayant une incidence budgétaire si elles ne sont pas rémunérées au taux du marché, il arrive souvent que le gouvernement intervienne, par exemple en déterminant le coefficient maximum qui peut être appliqué ou en spécifiant les instruments financiers qui donnent lieu à constitution de réserves obligatoires.

Le régime de taux de change

La plupart des pays de la Communauté participent au mécanisme de change européen, et plusieurs d'entre eux - la Belgique, l'Irlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal - ont fait du taux de change le seul objectif intermédiaire de leur politique monétaire.

Dans tous les pays de la Communauté, c'est au gouvernement qu'il appartient de décider de la participation aux accords en matière de change, tels que le SME. Cela vaut également pour les décisions relatives aux modifications de parités centrales. Toutefois, les banques centrales se voient souvent reconnaître une très grande liberté opérationnelle dans l'application au jour le jour de la politique de change au titre des accords régissant le SME. La plupart des banques centrales, par exemple, ont toute latitude pour intervenir sur les marchés de change de leur propre autorité. On compte deux exceptions : la France, où la banque centrale surveille les mouvements de la monnaie nationale, en fonction de directives générales du

ministère des Finances, et le Royaume-Uni, où la Banque d'Angleterre agit pour le compte du Trésor.

Le rôle des autorités politiques

Dans plusieurs pays, il existe actuellement des dispositions légales susceptibles de limiter l'indépendance de décision de la banque centrale ; néanmoins, en pratique, les pouvoirs en question n'ont jamais été invoqués. C'est ainsi qu'aux Pays-Bas le ministre des Finances a la faculté d'adresser des directives à la banque centrale, mais il a été prévu des garde-fous qui encadrent étroitement l'exercice de ce privilège, notamment une procédure d'appel et la possibilité pour la banque centrale de publier son opinion. En Belgique, le pouvoir du Commissaire du gouvernement et du ministre des Finances de suspendre les décisions de la banque centrale, ou d'y opposer un veto, a été aboli, à l'égard des fonctions principales de la Banque, en mars 1993. En Allemagne, les décisions impliquant un changement de politique peuvent être différées de deux semaines à la demande du gouvernement fédéral, après quoi, cependant, la Bundesbank reste seul juge.

Dans toutes les autres banques centrales, également, il y a des censeurs ou commissaires nommés par les gouvernements, dont la fonction consiste essentiellement à surveiller le respect des obligations légales. Leurs pouvoirs officiels sont variables, toutefois : en France, par exemple, le censeur siège au Conseil général et peut faire opposition aux décisions, auquel cas l'affaire est reconsidérée, alors qu'en Grèce le commissaire du gouvernement, qui ne prend pas part aux votes, ne peut opposer son veto aux décisions que s'il les juge contraires à la loi nationale. En Espagne, des représentants de l'Etat siègent au Conseil général de la banque centrale, avec les mêmes droits de vote que les autres membres.

4. LES PROCEDURES DE NOMINATION DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES

Les autorités politiques jouent un rôle important dans la nomination des membres des principaux organes directeurs des banques centrales. L'Annexe II donne une description complète des procédures

en vigueur dans les différents pays de la Communauté. Par souci de simplicité, on se limitera ici à la nomination des gouverneurs des banques centrales, ceux-ci devant être les membres du Conseil de l'IME et du Conseil des gouverneurs, ou du Conseil général, de la BCE.

Le gouverneur de la banque centrale est nommé en règle générale, soit par le Chef de l'Etat, sur recommandation du gouvernement, soit par le gouvernement lui-même. Les principales exceptions concernent l'Italie, où il est désigné par le "Conseil supérieur" de la Banque, mais avec l'approbation du gouvernement, et les Pays-Bas, où le gouverneur est choisi par la banque centrale, tout en étant nommé officiellement par la Couronne. En Allemagne, le Conseil central de la Bundesbank est officiellement consulté sur les désignations.

La durée du mandat varie beaucoup d'un pays à l'autre. A l'un des extrêmes figurent le Danemark et la France, où il n'est pas fixé de terme au mandat, qui, au moins en principe, peut être révoqué à tout moment. A l'autre extrême, on trouve l'Italie, où le gouverneur est nommé pour une durée illimitée. Dans les autres banques centrales, la durée du mandat va normalement de quatre ans, en Grèce et en Espagne, à huit ans, en Allemagne (où elle peut être plus courte, avec un minimum de deux ans). Dans ces pays, le mandat est renouvelable. Les modalités en vigueur actuellement peuvent être comparées aux dispositions des statuts du SEBC, qui stipulent que le mandat des gouverneurs des banques centrales nationales doit être de cinq ans au moins (et il peut être renouvelé). Les membres du Directoire de la BCE seront nommés pour huit ans, sans possibilité de renouvellement.

5. MODIFICATIONS ENVISAGEES DANS LA LEGISLATION RELATIVE AUX BANQUES CENTRALES

Des modifications devront être apportées, on l'a vu, dans la législation relative aux banques centrales. Avant le passage à la phase 2, la législation de chaque pays devra être conforme aux dispositions du Traité interdisant le "financement monétaire" du

déficit budgétaire. Avant le passage à la phase 3, toutes les banques centrales devront avoir été rendues indépendantes³.

En Belgique, une nouvelle législation à cette fin a été adoptée en mars 1993. Dans un certain nombre de pays, les statuts de la banque centrale font actuellement l'objet d'un examen minutieux et des propositions de modification sont débattues. Dans certains cas, les délibérations sont déjà à un stade avancé : en Espagne, le parlement a été saisi d'un projet de loi qui doit entrer en vigueur le 1er janvier 1994. En Grèce, un projet de loi a été préparé et doit être soumis à l'approbation du parlement dans le courant de 1993.

³ Voir les précédentes notes 1 et 2.

IV LES ACTIVITES DU COMITE DES GOUVERNEURS ET LA PREPARATION DU PASSAGE A L'UEM

1. LES ACTIVITES DU COMITE DES GOUVERNEURS

L'an dernier, le Rapport annuel a fait une description détaillée des fonctions et attributions du Comité des gouverneurs, ainsi que de son organisation. Les activités régulières du Comité, qui vont être retracées ici, couvrent toute une gamme de domaines : la coordination des politiques monétaires, la surveillance du fonctionnement du SME, le suivi du marché de l'écu privé, les problèmes de contrôle des banques et les relations avec les pays extérieurs à la Communauté.

Le Comité a dû assumer une obligation supplémentaire en 1992, avec le mandat qui lui a été donné par le Conseil des communautés européennes de préparer le passage aux phases 2 et 3 de l'UEM. Les travaux préliminaires dans ce domaine, qui font l'objet de la seconde partie du présent chapitre, ont obligé le Comité à adapter sa structure.

Dans l'accomplissement de ces différentes tâches, le Comité est resté en contact étroit avec les autres organes de la Communauté et il a noué des liens avec la profession bancaire dans certains domaines d'activité.

1.1 La coordination des politiques monétaires

Le mandat du Comité des gouverneurs invite celui-ci à favoriser la coordination des politiques monétaires "dans le but d'assurer la stabilité des prix, qui est une condition nécessaire du bon fonctionnement du Système monétaire européen et de la réalisation de son objectif de stabilité monétaire". Cette fonction s'exerce dans le cadre d'un système commun de surveillance des politiques monétaires, qui a été mis en place au début de la phase 1 de l'UEM, au milieu de l'année 1990.

Dans ce cadre, le Comité examine régulièrement, lors de ses réunions mensuelles, les tendances de l'évolution monétaire et économique dans la Communauté. Une analyse prospective plus fine (l'"exercice ex ante") est effectuée à l'automne, avant que les autorités nationales ne prennent les décisions finales relatives aux objectifs intermédiaires de leur politique monétaire. Le Comité cherche à déterminer, en particulier, si les lignes directrices de politique monétaire retenues par les autorités nationales, telles qu'elles ressortent de la fixation des objectifs intermédiaires, sont compatibles avec la convergence des taux d'inflation dans le sens de la baisse recherchée pour toute la Communauté. A partir de 1991, l'évaluation prospective effectuée en décembre a été complétée au printemps suivant par un exercice de contrôle "ex post", consistant à comparer les évolutions économiques et monétaires aux prévisions initiales. On s'est employé à examiner les causes des écarts enregistrés, avant de voir s'il était nécessaire d'infléchir les politiques suivies.

Les exercices "ex ante" et "ex post" s'appuient sur un jeu d'indicateurs adoptés d'un commun accord et formant un tout cohérent. Les agrégats économiques couvrant l'ensemble de la Communauté jouent à cet égard un rôle important. Pour assurer une cohérence satisfaisante des prévisions nationales constituant l'assise de l'évaluation prospective, les banques centrales nationales définissent en commun les hypothèses relatives aux perspectives économiques et financières en dehors de la Communauté. Les outils d'analyse sur lesquels se fondent ces exercices sont fréquemment revus et améliorés, grâce à quoi l'approche adoptée reste toujours valable, malgré le changement rapide de la situation économique et financière. Dans ce contexte, l'attention s'est portée ces derniers temps, par exemple, sur l'évolution des avoirs monétaires à l'étranger, ceux-ci n'étant pas inclus dans les agrégats monétaires traditionnels (voir l'encadré 3).

En outre, le Comité des gouverneurs étudie périodiquement, en détail, l'évolution des finances publiques dans les pays de la Communauté et ses conséquences pour la conduite des politiques monétaires. Le rapport correspondant, élaboré chaque année, est transmis aux ministres des Finances.

1.2 La surveillance de l'évolution du SME

Une des principales activités du Comité des gouverneurs est de surveiller le fonctionnement du SME. Elle comporte l'examen régulier, à intervalles d'un mois, de l'évolution des marchés de change et des taux d'intérêt, ainsi que l'analyse de tous les facteurs, notamment les mesures prises par les autorités, qui influent sur le fonctionnement du mécanisme de change du SME.

A la suite du passage à la phase 1 de l'UEM au milieu de l'année 1990, la surveillance mensuelle a été complétée par un bilan annuel du fonctionnement du SME. L'examen ainsi effectué pour 1992 a été axé sur les remous qui ont agité récemment les marchés de change (voir au chapitre I.2). De plus, le Comité s'emploie actuellement à rechercher les leçons qui pourraient être tirées des événements récents, ainsi qu'il y a été invité expressément par le Conseil européen lors de sa réunion spéciale du 16 octobre 1992 à Birmingham.

1.3 Le suivi du marché de l'écu privé

Depuis 1984, l'évolution du marché de l'écu privé est analysée chaque année. Il s'agit d'évaluer les conséquences monétaires de l'utilisation de l'écu privé par les autorités nationales et communautaires, ainsi que par le secteur privé, et d'examiner les dispositions légales et réglementaires sur lesquelles elle s'appuie. En outre, le Comité étudie le fonctionnement du système de compensation en écus et suit actuellement la mise en oeuvre des réformes que l'Association bancaire pour l'écu a décidé d'effectuer en février 1992. Ces réformes doivent rendre le système suffisamment solide pour répondre aux exigences formulées dans le rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaire des pays du Groupe des Dix (ou "Rapport Lamfalussy").

Encadré 3 : LES AVOIRS A L'ETRANGER ET L'ANALYSE MONETAIRE

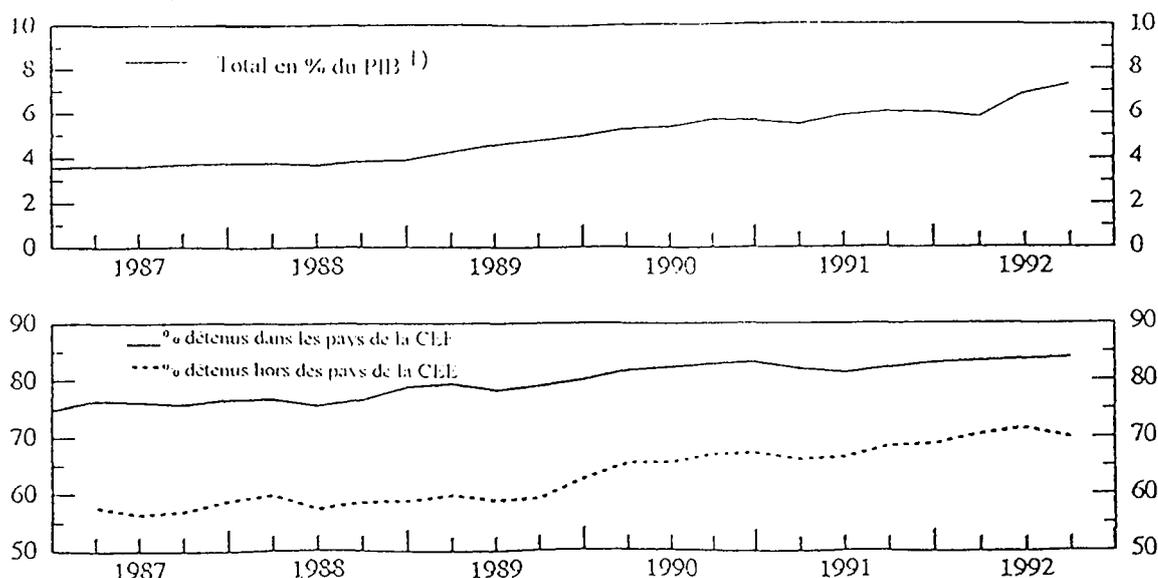
Les avoirs à l'étranger sont, par définition, les dépôts des agents non bancaires dans les banques situées dans des pays autres que celui dont les déposants sont des résidents. La décision de détenir des fonds à l'étranger peut s'expliquer par plusieurs raisons : tourner les réglementations nationales, existantes ou attendues, comme les réserves obligatoires ou la taxation des revenus du capital, réduire les coûts de transaction ou diversifier les risques qui s'attachent aux actifs monétaires suivant les différents pays.

L'intégration économique et financière a entraîné une augmentation constante des avoirs à l'étranger des résidents de la Communauté, comme le montre le graphique. Il y a, toutefois, des différences sensibles entre les pays quant au volume de ces avoirs et à la physionomie de leur progression ; ces différences sont liées aux particularités des systèmes financiers nationaux, comme l'importance des supports financiers, et à l'incidence des réglementations nationales. En proportion du PIB national, le niveau des avoirs à l'étranger des résidents de la Belgique, de l'Allemagne, de l'Irlande, des Pays-Bas et du Royaume-Uni est plus élevé que la moyenne communautaire.

Le graphique donne également la proportion d'avoirs à l'étranger que les résidents de la Communauté détiennent dans les banques des pays de la CEE et la proportion d'avoirs libellés en monnaies de la Communauté (à l'exclusion de la couronne danoise, de la drachme, de la peseta et de l'escudo, monnaies pour lesquelles on ne dispose pas de données) Le niveau élevé des deux pourcentages dans l'ensemble de l'échantillon tient à l'intégration particulièrement étroite des pays de la Communauté dans la sphère financière et monétaire.

Malgré leur expansion rapide dans les dernières années, les avoirs à l'étranger ne représentent encore qu'une proportion relativement faible des actifs monétaires des résidents de la Communauté. Aussi les agrégats classiques ont-ils gardé leur utilité dans l'analyse monétaire. Il se peut cependant qu'ils deviennent de plus en plus importants à mesure que l'intégration financière continuera de progresser.

AVOIRS A L'ETRANGER DES RESIDENTS NON BANCAIRES DE LA CEE



¹⁾ PIB estimé en 1992

1.4 Les questions relatives au contrôle des banques

L'an dernier, trois questions principalement ont fait l'objet des travaux du Comité dans le domaine du contrôle des banques.

En premier lieu, le Comité a consacré beaucoup de temps à l'étude des conséquences de la seconde directive de coordination bancaire, créant le marché unique dans le secteur bancaire, entrée en vigueur le 1er janvier 1993. En vertu de cette directive, les établissements de crédit agréés de tout pays membre ont désormais le droit d'ouvrir des succursales et d'offrir des services partout dans la Communauté, sans avoir besoin d'une autorisation particulière du pays d'accueil. Conformément au principe fondamental du contrôle par le pays d'origine, la surveillance de ces succursales incombe aux autorités du pays membre où l'établissement de crédit a été agréé. Pour que ce principe puisse être vraiment appliqué, il faut renforcer la coopération entre les autorités de tutelle du "pays d'origine", d'une part, et du pays accueillant les succursales de banques étrangères, d'autre part. A cette fin sont conclus des accords bilatéraux, qui fixent les règles pratiques devant gouverner la supervision des succursales des établissements de crédit installées dans d'autres Etats membres.

En second lieu, le Comité des gouverneurs a défini une série de principes qui pourraient être appliqués dans le suivi et la surveillance des conglomérats incluant une banque. Il a examiné également quelles sont les possibilités d'"arbitrage" entre les différentes réglementations nationales qu'offre l'organisation des activités à l'intérieur d'un conglomérat et dans quelle mesure le manque de transparence de la structure de ce dernier pourrait rendre encore plus difficile l'évaluation des risques à l'échelle du groupe. Le Comité a décidé d'encourager les discussions entre les organismes de contrôle des banques et les autres autorités de tutelle en matière financière, relativement aux possibilités de collaboration et de rapprochement de leurs méthodes respectives. Les résultats des délibérations du Comité ont été communiqués au Comité consultatif

bancaire de la CEE et au Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, afin de les aider à faire avancer ces débats.

En liaison avec un certain nombre d'autres groupes, le Comité des gouverneurs a examiné aussi les leçons à tirer de l'affaire de la Banque de crédit et de commerce international (BCCI). Il a porté une attention toute particulière au rapport d'enquête Bingham et aux conséquences que peut avoir pour la législation communautaire le document publié par le Comité de Bâle sous le titre : "Normes minimales pour le contrôle des groupes bancaires internationaux et de leurs établissements à l'étranger".

Le Comité des gouverneurs étudie encore d'autres questions : les avantages et les limites des fichiers centraux des risques qui existent actuellement dans certains pays membres et la manière dont les informations qu'ils contiennent pourraient être partagées entre les autorités de contrôle bancaire respectives ; les signes de fragilité des institutions financières, avec les problèmes qui en résultent pour les organismes de tutelle.

1.5 La coopération avec les autres organismes de la Communauté

Le Comité des gouverneurs a maintenu des contacts étroits avec plusieurs organes de la Communauté.

En premier lieu, le Parlement européen a été informé à plusieurs occasions des travaux du Comité. En avril 1992, le président du Comité a déposé devant la Commission économique, monétaire et de politique industrielle du Parlement européen au sujet des travaux préparatoires au passage aux phases 2 et 3 de l'UEM. La sous-commission des affaires monétaires a aussi été tenue au courant des activités du Comité des gouverneurs. En décembre 1992, le président a présenté au Parlement européen réuni en session plénière le premier rapport annuel du Comité.

En second lieu, le président a assisté à plusieurs réunions du Conseil ECOFIN consacrées, soit à la surveillance multilatérale des politiques économiques des pays membres, soit à d'autres questions

liées aux activités du Comité. En outre, les gouverneurs ont participé aux réunions informelles de ce Conseil, ce qui leur a fourni l'occasion d'exprimer leur point de vue sur le dosage des différents instruments -monétaire, budgétaire et autres- de la politique économique, ainsi que sur les questions relatives au SME et aux relations monétaires avec les monnaies tierces. De plus, le Conseil a été informé de l'avancement des travaux du Comité des gouverneurs consacrés à la préparation des phases ultérieures de l'UEM. En décembre 1992, le Comité a été consulté par le Conseil quand celui-ci a réexaminé certaines dispositions de sa directive sur la libéralisation des mouvements de capitaux⁴.

Le Comité a également continué de coopérer étroitement avec la Commission des Communautés européennes. Des représentants de la Commission ont assisté aux réunions du Comité des gouverneurs et du Comité des suppléants, ainsi qu'à celles des sous-comités et des Groupes de travail. Le Comité des gouverneurs est représenté par des délégués des banques centrales nationales au Groupe consultatif de la Commission sur les questions relatives aux systèmes de paiement.

Le Comité des gouverneurs a apporté sa contribution aux travaux du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements, qui a été créé par une décision du Conseil de février 1991. Un membre du Secrétariat a le statut d'observateur permanent auprès de ce comité. En avril 1992, le Comité des gouverneurs a été consulté au sujet de la Proposition de la Commission sur le programme statistique de la Communauté pour les cinq prochaines années.

Enfin, le Comité des gouverneurs a continué de se tenir étroitement informé des travaux du Comité monétaire, avec lequel la liaison est assurée par les représentants des banques centrales, qui sont généralement les suppléants des gouverneurs.

⁴ La "clause de sauvegarde monétaire" figurant à l'article 3 de la Directive du Conseil (88/361/CEE) en date du 24 juin 1988, qui devait être revue avant le 31 décembre 1992.

1.6 Les relations avec les banques centrales extérieures à la Communauté

Sous l'égide du Comité des gouverneurs un échange d'informations sur l'évolution des marchés de change s'opère régulièrement entre les banques centrales de la Communauté et celles des Etats-Unis, du Japon, du Canada, de la Norvège, de la Suède, de la Finlande, de l'Autriche et de la Suisse. Cette procédure dite "de concertation" permet aussi de mettre en commun les données relevant de ce domaine, notamment celles qui concernent les interventions et les autres opérations officielles en devises.

Conformément à un engagement remontant à 1984, des consultations sur des sujets d'intérêt commun ont lieu régulièrement avec la Banque de Norvège. Les accords de crédits croisés, qui avaient été conclus en décembre 1990 entre les banques centrales de la Communauté et la Banque de Norvège, ont été reconduits à leur échéance, le 31 décembre 1992, pour une nouvelle période d'un an. En juillet 1992, des dispositions pour une concertation analogue ont été prises avec la Banque de Finlande ; en même temps, les banques centrales de la Communauté ont aussi conclu avec cette institution des accords de crédits réciproques. Comme dans le cas de la Norvège, ces facilités donnent à la Banque de Finlande l'accès à des financements à court terme pour la mise en oeuvre de sa politique de change et sont régies par des conditions uniformes. Tous ces accords ont été maintenus, en dépit du fait que la Finlande (en septembre 1992) et la Norvège (en décembre 1992) ont suspendu l'ancrage de leurs monnaies respectives à l'écu.

Dans le cadre de la mise en place de l'Espace économique européen (EEE), le Comité a également passé des accords de coopération technique dans le domaine statistique avec les banques centrales des pays de l'AELE.

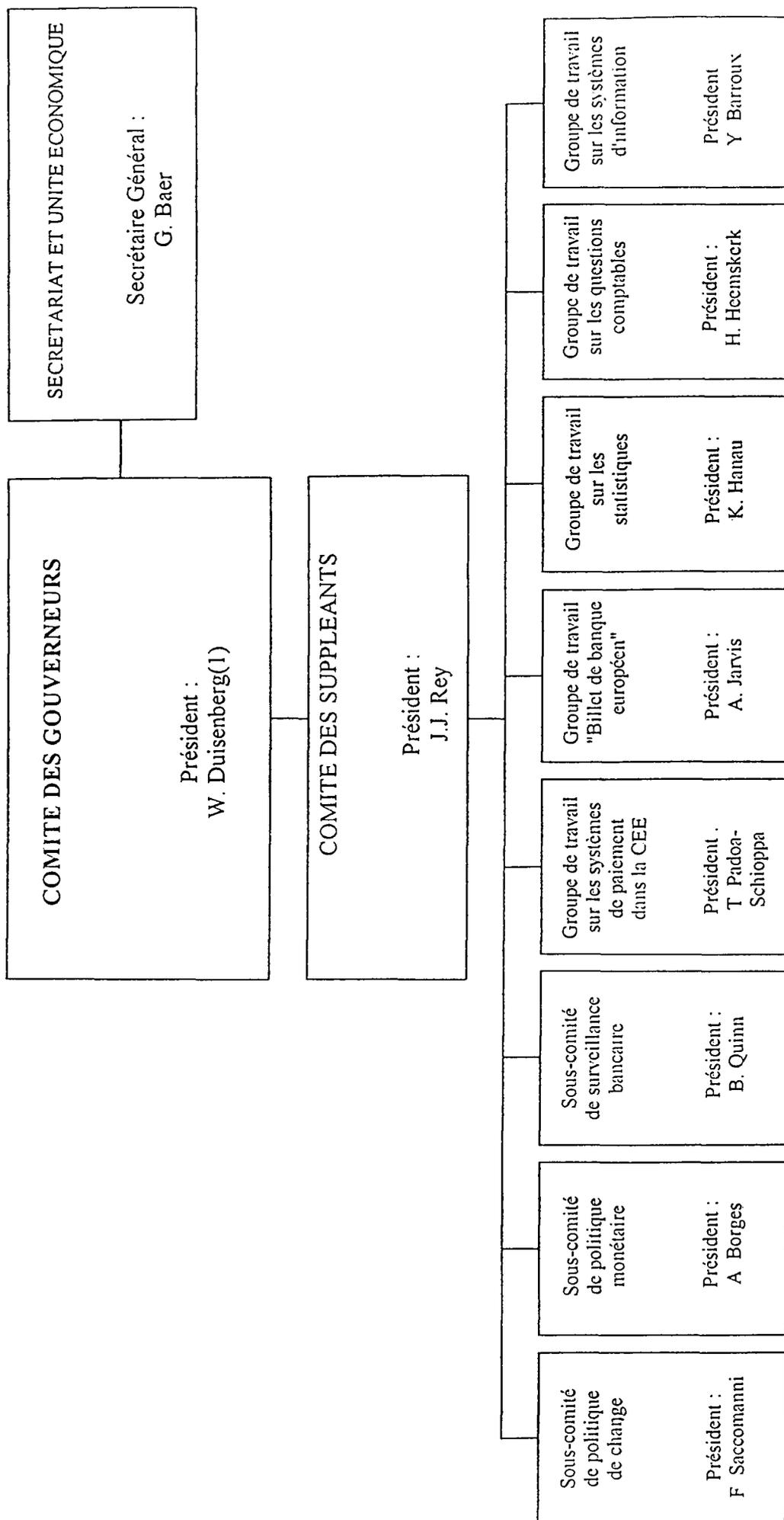
1.7 Modifications dans la structure du Comité

Le Comité des gouverneurs est assisté par le Comité des suppléants, par les sous-comités et les Groupes de travail, ainsi que par le Secrétariat et l'Unité économique. Son organisation, mise en place au début de la phase 1 de l'UEM, a été décrite dans le premier Rapport annuel. Elle a été renforcée encore, en 1992, dans le dessein de poser les fondements du passage aux phases 2 et 3 de l'UEM.

Le Comité a ainsi créé quatre nouveaux Groupes de travail couvrant les domaines suivants : émission et impression d'un billet de banque européen, statistiques, systèmes informatiques et questions comptables. En outre, il a décidé d'élargir la mission du Groupe de travail sur les systèmes de paiement dans la CEE, qui avait été créé en 1991 avec le statut d'organe ad hoc. Les Groupes de travail ont pour tâche de préparer les débats du Comité des gouverneurs dans leurs domaines respectifs, en fonction du mandat reçu de celui-ci. Le Groupe de travail sur les statistiques, aux réunions duquel assiste aussi un représentant des banques centrales des pays de l'AELE, va être épaulé par la création de deux cellules de travail spécialisées, l'une dans les données monétaires et bancaires, l'autre dans les statistiques de balance des paiements concernant les capitaux en flux et en stocks ; l'objectif est de faire avancer les travaux effectués actuellement sous les auspices de la Commission des Communautés européennes (Office statistique).

Les travaux préparatoires ont imposé également d'étoffer le Secrétariat et l'Unité économique pour faire face à l'extension corrélative des tâches de secrétariat et d'étude. Les effectifs ont donc été portés de dix-neuf agents en avril 1992 à vingt-huit en avril 1993. Pour faciliter la gestion interne, ont été créés deux postes de haut encadrement. Leurs titulaires sont chargés de diriger respectivement le Secrétariat et l'Unité économique, sous l'autorité du Secrétaire général. Le graphique 8 présente l'organigramme actuel du Comité des gouverneurs.

GRAPHIQUE 8 : ORGANIGRAMME DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA CEE



1) A remplacé E. Hoffmeyer à compter du 1er janvier 1993.

2. LES TRAVAUX PREPARATOIRES AU PASSAGE AUX PHASES 2 ET 3 DE L'UEM

2.1 Calendrier et principes généraux

Le traité sur l'Union européenne stipule que le Comité des gouverneurs et le Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) seront remplacés par l'Institut monétaire européen (IME). Sous réserve de la ratification du traité, l'Institut sera créé et assumera ses fonctions au début de la phase 2, soit le 1er janvier 1994. L'objectif qui lui a été assigné est de contribuer à la réalisation des conditions requises pour la transition vers la troisième et dernière phase de l'UEM. A cette fin, l'IME aura en particulier à renforcer la coordination des politiques monétaires nationales, à faire les préparatifs nécessaires pour la mise en place du SEBC, la conduite d'une politique monétaire unique et la création d'une monnaie unique dans la phase 3 ; enfin, il surveillera l'évolution de l'écu.

Aux termes du traité, les dispositions à prendre sur le plan de la réglementation, de l'organisation et de la logistique, pour que le SEBC puisse exercer ses fonctions, doivent être déterminées par l'IME à la fin de 1996 au plus tard. La préparation complète de ce dispositif demandera beaucoup de temps. Il faut établir un plan très complet pour faire en sorte que la politique monétaire unique puisse être menée effectivement dès le premier jour de la phase finale. Les problèmes à résoudre ne se rapportent pas seulement à la création du SEBC et à la définition de son "modus operandi" ; ils incluent également les questions liées aux conditions techniques requises pour qu'existe un marché monétaire unifié à l'intérieur de la zone monétaire commune. Dans certains domaines, la définition des concepts et leur application risquent d'absorber beaucoup de temps. On pense notamment aux fondements de la politique monétaire unique et à ses méthodes de mise en oeuvre ; celles-ci incluent : le choix des instruments d'action monétaire appropriés ; la fabrication de billets de banques libellés en écus ; l'interconnexion des systèmes de paiement dans la zone monétaire unique ; l'établissement d'une base statistique cohérente ; et aussi les aspects relatifs à l'organisation du SEBC, comme l'harmonisation des méthodes comptables et la mise en

place de l'infrastructure informatique. Plutôt que d'attendre la création de l'IME, il a été jugé prudent d'engager les travaux préliminaires aussitôt que possible dans ces domaines, concurremment avec la préparation du début de la phase 2.

Dans un premier temps, le Comité des gouverneurs a dressé le catalogue complet des questions à examiner de bonne heure et établi un programme de travail allant jusqu'à la fin de 1993. Après quoi, il a défini les méthodes de travail et adapté son organisation. Des mandats spéciaux ont été donnés aux sous-comités existants, des Groupes de travail ont été créés dans des domaines spécialisés, tandis que le Secrétariat et l'Unité économique étaient étoffés. Les travaux proprement dits ont débuté au second semestre de 1992 ; ils ont consisté essentiellement jusqu'ici à rassembler tous les éléments d'information, pour pouvoir procéder plus tard à un examen détaillé des diverses solutions possibles. Comme dans le passé, le Comité (et ultérieurement l'IME) rendra compte régulièrement aux autorités de la Communauté de l'avancement des travaux. Le public sera tenu informé par des publications spéciales à intervalles réguliers. Un dialogue avec la profession bancaire a été amorcé dans le domaine des systèmes de paiement et il sera poursuivi.

2.2 La préparation de la phase 2

La création de l'IME

Les travaux préparatoires ont été axés jusqu'à présent sur les principales tâches que l'IME devra prendre en charge le 1er janvier 1994.

En premier lieu, l'IME renforcera la coordination des politiques monétaires nationales dans l'optique d'assurer la stabilité des prix. Des politiques plus étroitement harmonisées seront d'une importance capitale pour une transition sans heurts à la politique monétaire unique. Cette coordination dans le cadre de l'IME s'appuiera sur le dispositif actuel de surveillance et le Comité étudie en ce moment la manière d'améliorer encore les procédures existantes, tout

en respectant le principe que les autorités nationales demeurent responsables de la politique monétaire au cours de la phase 2.

En second lieu, l'IME aura pour mission de "faciliter l'utilisation de l'écu et de surveiller son développement, y compris le bon fonctionnement du système de compensation en écus". Le Comité des gouverneurs examine actuellement quels seront les besoins probables de l'IME pour l'accomplissement de cette mission.

Le Comité s'emploie également à préciser les aspects techniques des fonctions opérationnelles de l'IME. Aux tâches incombant actuellement au FECOM s'en ajouteront de nouvelles. L'IME prendra en charge, à la suite du FECOM, la gestion des mécanismes du SME (le financement à très court terme, le soutien monétaire à court terme, l'émission d'écus aux fins d'application de l'accord sur le SME) et la gestion des opérations d'emprunt et de prêt effectuées par la Communauté au titre des concours financiers à moyen terme. Les nouvelles tâches opérationnelles concernent la gestion des réserves de change, pour le compte et à la demande des banques centrales nationales. Cette activité sera soumise à des règles destinées à prévenir toute interférence avec les politiques monétaires et de change nationales.

Enfin, le Comité se penche sur les caractéristiques de la nouvelle institution sous l'angle de l'organisation et des moyens techniques. Les premières études ont été effectuées en ce qui concerne la politique de personnel de l'IME (notamment les conditions d'emploi). Dans le domaine des systèmes d'information et des télécommunications, le Comité prévoit le transfert à l'IME de l'infrastructure technique du Secrétariat, ce qui garantira la continuité des services rendus aux banques centrales. Il étudie en outre les meilleurs moyens de faire face aux besoins accrus de systèmes de télécommunications dans la phase 2.

La prohibition du financement du secteur public par la banque centrale

L'article 104 (1) du traité sur l'Union européenne interdit à la BCE et aux banques centrales des Etats membres d'accorder des découverts, ou tout autre type de crédit, "aux institutions ou organes de la Communauté, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des Etats membres" ainsi que l'achat direct auprès d'eux par la BCE ou les banques centrales nationales, de titres de leur dette. Ces dispositions visent à écarter le risque de pressions exercées sur les banques centrales (et la future BCE) pour l'octroi d'une aide financière au secteur public, ce qui gênerait la conduite de la politique monétaire et pourrait compromettre la réalisation de la stabilité des prix. Cette interdiction prendra effet au début de la phase 2⁵.

Pour que soit respecté l'article 104, il faudra que soient modifiées les pratiques et législations nationales (voir tableau 8). A ce propos, le Comité des gouverneurs examine en particulier les questions suivantes : le traitement des créances en cours de la banque centrale sur les entités publiques ; les moyens de faire pleinement respecter l'interdiction des avances de la banque centrale au secteur public ; les conséquences de cette interdiction pour le fonctionnement des systèmes de paiement ; enfin, la nécessité d'une clarification de ces questions au moyen d'une législation communautaire annexe, ainsi qu'il est prévu à l'article 104b (2). Quand elle présentera un projet de législation en ce sens, la Commission tiendra compte des conclusions du Comité des gouverneurs. Ce dernier a également l'intention de suivre de près les modifications à la législation nationale que les Etats membres préparent, ou mettent en oeuvre actuellement et d'instituer une procédure de suivi régulier, dans le cadre du futur IME, des opérations des banques centrales avec les entités publiques.

⁵ Conformément à la section 11 du Protocole relatif au Royaume-Uni, ce dernier est en droit de maintenir la ligne de crédit "Voies et moyens" qui lui est ouverte à la Banque d'Angleterre si et aussi longtemps qu'il ne passe pas à la troisième phase.

2.3 Les travaux de longue haleine

Si les différentes catégories de travaux de longue haleine reviennent essentiellement à poser les fondations de la phase 3 de l'UEM, certaines des questions à l'étude, comme celles qui concernent les systèmes de paiement, ont aussi de l'importance pour la phase 2.

La conduite d'une politique monétaire unique et l'harmonisation des instruments de politique monétaire

Les statuts du SEBC ne définissent pas la manière dont la politique monétaire unique doit être conduite. Ils laissent une grande marge de liberté au SEBC, ce qui lui donnera toute la souplesse nécessaire pour adapter ses méthodes aux circonstances, car les conditions dans lesquelles fonctionnera le SEBC ne peuvent pas encore être pleinement appréciées. Des changements structurels importants devraient se produire à la suite de la création du marché unique, tandis que l'union monétaire elle-même pourrait entraîner de nouvelles mutations. Néanmoins, étant donné la complexité de la tâche que représente l'élaboration de la future stratégie monétaire, il est nécessaire d'engager les travaux préparatoires dès que possible.

Le Comité des gouverneurs a identifié trois thèmes principaux auxquels il convient de réfléchir. Il y a lieu d'abord d'étudier les concepts de base susceptibles de fonder la politique monétaire unique, en s'attachant en particulier au choix, à la définition et à l'opportunité d'objectifs intermédiaires devant guider l'action monétaire. Cela impliquera notamment d'évaluer les mérites relatifs des différentes variables pouvant être retenues comme cibles.

Une seconde question est celle des méthodes de mise en oeuvre des opérations de politique monétaire et des problèmes corrélatifs d'organisation. C'est essentiellement le problème de la division des responsabilités entre la BCE et les banques centrales nationales. Les statuts indiquent que la BCE devra recourir à ces dernières pour l'exécution des opérations, "dans la mesure jugée possible et adéquate". Les conséquences pratiques de cette disposition doivent être étudiées en tenant compte des autres objectifs du SEBC.

TABLEAU 8 : FINANCEMENT DU SECTEUR PUBLIC PAR LA BANQUE CENTRALE (a)

	BELGIQUE	DANEMARK	ALLEMAGNE	GRÈCE	ESPAGNE	FRANCE	IRLANDE	ITALIE	LUXEMBOURG	PAYS-BAS	PORTUGAL	ROYAUME-UNI
DÉCOUVERT OU AUTRES FORMES DE CONCOURS DE LA BANQUE CENTRALE AUX ENTITÉS PUBLIQUES	Oui (b)	Oui (c)	Oui	Oui	Oui	Oui (d)	Oui	Oui	Oui (e)	Oui	Oui (f)	Oui
	automatique	automatique	sur demande	automatique	automatique	automatique	automatique	automatique	automatique	sur demande	automatique	automatique
	Oui	Non	Oui	Oui	Non pendant l'année	Non	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Non
• légalement possibles												
• accès automatique ou sur demande												
• plafond de l'encours ? (en milliards d'unités monétaires nationales ou en pourcentage des dépenses ou recettes du gouvernement)	(BEF 20)		(env. DEM 10)	(5 %) (g)	(ESP 1 200 en fin d'année)		(IEP 0,25)	(14 %)	(BEF 0,5) (e1)	(NLG 0,15 + 3 %)	(10 %)	
• Utilisation effective (en pourcentage du PIB)	- 1,6	0,0	0,0	1,0	0,4	- 0,2	0,0	0,1	0,0 (e2)	0,0	0,3 (f)	- 0,1
• Variation en 1991	0,0	0,0	0,0	8,4	2,1	0,4	0,0	4,8	1,0 (e2)	0,0	2,3	1,3
• Encours à fin 1991												
ACHATS DIRECTS DE TITRES DES ENTITÉS PUBLIQUES PAR LA BANQUE CENTRALE SUR LE MARCHÉ PRIMAIRE	Oui	Oui	Non	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
	automatique	automatique	sur demande	automatique	automatique	automatique	automatique	automatique	automatique	sur demande	automatique	automatique
	Oui	Oui	Non	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
• légalement possibles												
• achats directs bruts en 1991 (en pourcentage du PIB)	0,0	0,0	-	2,0	2,8 (h)	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	7,5 (i)	1,3

a) Selon le *Traité de Maastricht*, article 104.

b) Cette facilité sera légalement abolie en juin 1993 au plus tard.

c) Le compte courant du Trésor varie en fonction de l'évolution des emprunts nets de l'État à l'extérieur.

d) Les variations du compte courant du Trésor sont dues uniquement aux fluctuations du taux de change qu'enregistrent les réserves en devises de la Banque centrale.

e) 1) Le Trésor luxembourgeois a une faculté de découvert, assortie d'un plafond, auprès de la Banque nationale de Belgique.

2) En outre, l'émission des billets et des pièces par l'Institut monétaire luxembourgeois (IML) assure un apport direct, mais limité, de liquidités à l'État, avec, en contrepartie, une créance non exigible de l'IML sur l'État.

f) La faculté de découvert a été supprimée à la fin de 1992. Le solde débiteur apparaissant à cette date a été consolidé sous la forme d'un prêt à dix ans. Le chiffre de la variation en 1991 traduit l'augmentation de la limite supérieure du découvert.

g) Le plafond a été ramené de 10 % à 5 % au début de 1993.

h) Les achats ont été considérablement réduits en 1992, tombant à 0,1 % du PIB.

i) Ce chiffre reflète des transactions d'une importance exceptionnelle liées à la restructuration des instruments et procédures de la politique monétaire. Le crédit net au secteur public a en fait fléchi en 1991.

En troisième lieu, il conviendra de choisir les instruments au moyen desquels sera appliquée la politique monétaire unique. Il est important que les choix soient faits de manière à obtenir le degré nécessaire d'harmonisation des instruments suffisamment avant le début de la phase 3, pour s'assurer que les marchés soient familiarisés avec les techniques nouvelles le jour où le SEBC commencera à opérer pleinement.

C'est à ce troisième aspect que le Comité des gouverneurs a donné jusqu'à présent la priorité. Il a entrepris un recensement complet des ressemblances et des différences entre les instruments de politique monétaires utilisés actuellement dans les divers pays de la Communauté. Cette étude couvre à la fois la gamme des instruments à la disposition des autorités (à savoir les opérations discrétionnaires d'open market, les "facilités" permanentes offertes par les banques centrales à taux préfixé et utilisées à l'initiative des banques commerciales et les réserves obligatoires) et les modalités d'usage de ces instruments. Sous ce dernier aspect, le Comité examine la fréquence des opérations, les diverses conditions dont elles sont assorties et les catégories d'opérateurs du marché avec qui elles sont effectuées. Un résumé succinct des travaux préliminaires a été présenté au chapitre II.

La fabrication et l'émission d'un billet de banque européen

Le traité confère à la BCE et aux banques centrales nationales le droit exclusif d'émettre les billets de banque ayant cours légal à l'intérieur de la Communauté. En prévision de l'exercice de cette fonction, l'IME est chargé de superviser la préparation technique de l'introduction de billets de banque libellés en écus.

L'expérience acquise au niveau national montre que l'élaboration et la mise en circulation d'une nouvelle série de coupures demande normalement plusieurs années. Au niveau communautaire, les choses devraient être encore plus complexes. Les éléments supplémentaires à prendre en considération sont le volume beaucoup plus grand des stocks de billets qui devront être remplacés

par des vignettes libellées en écus et les différences entre pays de la Communauté, dans les habitudes en matière de paiement comme dans les systèmes de fabrication, d'émission et de distribution des billets. Aussi a-t-il été jugé bon d'effectuer sans retard un travail d'enquête pour apprécier la nature et l'ampleur probable des problèmes susceptibles de se poser. Une étude est donc en cours, qui couvre la fabrication, la mise en circulation, l'émission, la distribution, le triage et la destruction des billets de banque dans la Communauté. Les aspects juridiques de l'émission des billets sont aussi analysés.

En outre, un travail de réflexion plus générale a été engagée dans plusieurs domaines. En premier lieu, un certain nombre d'options pour l'apparition des nouveaux billets de banque sont à l'étude. Il y a en gros trois possibilités : des billets identiques dans tous les Etats membres, des billets communs avec des caractéristiques nationales et des billets propres à chaque pays, mais avec des caractéristiques européennes. Ces options sont en cours d'examen sous divers angles, notamment la plus ou moins grande facilité avec laquelle les nouveaux billets seront acceptés et reconnus par le public, ainsi que les incidences sur l'automatisation de l'émission et le traitement postérieur des billets. Autre critère encore : les économies d'échelle dans les coûts de conception, de production et de distribution.

En second lieu, le Comité des gouverneurs étudie les questions relatives aux caractéristiques générales des nouveaux billets de banque, notamment leur valeur faciale, leur dessin et leur dimension. Ces aspects sont examinés en fonction des dispositifs techniques de sécurité nécessaires pour empêcher la contrefaçon et des caractéristiques requises pour l'automatisation de la manipulation des billets après leur émission.

Un troisième domaine à l'examen concerne les problèmes juridiques, institutionnels et d'organisation de l'émission des billets et de leur manipulation ultérieure ; en particulier, le partage des responsabilités à cet égard entre la BCE et les banques centrales nationales. On peut concevoir plusieurs solutions, dont les

mérites relatifs seront analysés selon des critères d'efficacité et de coût.

Enfin, des études préliminaires ont été entreprises au sujet du processus de transition. On peut envisager deux solutions différentes pour le lancement des nouveaux billets de banque. La première serait une sorte de "big bang", autrement dit les nouveaux billets seraient mis en circulation à une date donnée, remplaçant alors dans un court laps de temps les vignettes libellées en monnaie nationale. La seconde consiste à introduire plus progressivement les nouveaux billets, qui circuleraient ainsi à côté des billets libellés en monnaie nationale pendant une période transitoire. Ces deux solutions devront faire l'objet d'un examen plus poussé sous divers points de vue : laquelle permettra le mieux d'introduire la monnaie unique à l'époque jugée appropriée par les autorités politiques ? dans quelle mesure chacune contribuera-t-elle à asseoir la crédibilité de la future monnaie unique et à la faire accepter par le public ? quels seront dans chaque cas les coûts pour les agents économiques ? laquelle, enfin, l'emporte sur le plan de la faisabilité ? Au demeurant, l'introduction de nouveaux billets de banque doit être considérée par référence à la transition vers l'écu en tant que monnaie unique de la zone monétaire commune. Le Comité des gouverneurs mènera donc ses travaux (comme le fera l'IME) en coopération étroite avec les autres organes compétents de la Communauté. On sait, en particulier, que le Conseil a reçu le pouvoir de prendre les mesures juridiques nécessaires pour l'introduction rapide de l'écu comme monnaie unique, après que les taux de change auront été fixés irrévocablement au début de la phase 3.

Les systèmes de paiement

Le Comité des gouverneurs concentre son attention à cet égard sur les conséquences pour les systèmes de paiement de la réalisation du marché unique et de la constitution d'une zone monétaire commune au début de la phase 3. On s'attend que l'intégration financière accroisse le volume des flux internationaux à l'intérieur du marché unique. En outre, en vertu de la seconde directive de coordination bancaire, toute banque agréée dans un Etat

membre peut assurer des "services de transmission de monnaie", partout dans la Communauté, et doit ainsi obtenir l'accès aux systèmes de transfert de fonds entre banques dans les autres Etats membres dans les mêmes conditions que les banques nationales. L'unification monétaire imposera de connecter les systèmes de paiement existants, de manière à ce que les conditions monétaires soient les mêmes dans toute la zone. L'importance des systèmes de paiement pour la conduite de la politique monétaire est reconnue dans le traité, qui assigne au SEBC la mission de promouvoir "le bon fonctionnement des systèmes de paiement". A cet égard, la BCE est habilitée à établir des réglementations visant à assurer l'efficience et la solidité des systèmes de compensation et de paiement, à l'intérieur de la Communauté et avec les autres pays.

Les travaux du Comité des gouverneurs s'appuient sur les études effectuées par un groupe d'experts ad hoc, qui a été créé en 1991 pour procéder à une enquête exhaustive sur les systèmes de paiement dans la Communauté. Les résultats de ce travail ont été présentés dans un document intitulé : "Les systèmes de paiement dans les Etats membres de la CEE" (appelé également "livre bleu"). Ce document a été publié par le Comité des gouverneurs en septembre 1992, pour répondre aux demandes de plus en plus nombreuses émanant de tierces parties intéressées à disposer d'un guide de référence sur les systèmes de paiement dans la Communauté.

Le Comité des gouverneurs a mis en évidence plusieurs sujets de préoccupation communs aux banques centrales. Ceux-ci, qui se rapportent surtout aux systèmes de transfert de fonds d'un montant élevé, font actuellement l'objet d'un nouvel examen.

On s'emploie d'abord à définir des principes acceptés par tous pour la surveillance coordonnée des systèmes de paiement dans la Communauté. Cette surveillance s'appliquera aux systèmes de compensation et de paiement transfrontière, ainsi qu'à la participation de banques agréées dans la Communauté aux systèmes de paiement intérieurs de pays où elles n'ont ni leur siège, ni une succursale. Conformément à la seconde directive de coordination bancaire, les autorités de contrôle du pays d'origine ont la

responsabilité exclusive de l'intégrité financière des banques agréées par elles, responsabilité qui s'étend aux succursales installées dans les autres pays de la CEE. Les autorités du pays d'accueil ne recevront donc plus automatiquement la totalité des informations nécessaires pour évaluer la situation financière de certains établissements participant à leur système de paiement intérieur ; réciproquement, les autorités du pays d'origine risquent d'être insuffisamment informées des risques que peuvent faire courir aux établissements de crédit leur participation aux systèmes de paiement intérieurs d'autres pays de la Communauté. Pour ces raisons, les banques centrales et autres autorités de tutelle auront à coordonner la surveillance des participants.

En second lieu, on examine actuellement la possibilité de définir et mettre en oeuvre des normes minimales communes pour les systèmes nationaux de paiement. Il s'agit de fixer des conditions minimales cohérentes pour l'accès aux systèmes de transferts de fonds interbancaires ; d'envisager les mesures de limitation des risques à appliquer aux principaux systèmes interbancaires ; et d'étudier les dispositions à prendre pour réduire les risques qu'entraînent pour les règlements avec l'étranger les différences de législation entre les pays. L'objectif est de faciliter la bonne exécution des règlements transfrontaliers dans la Communauté, tout en prévenant le danger d'une concurrence qui abaisserait le degré d'intégrité et de sécurité des grands systèmes de transferts de fonds interbancaires.

En troisième lieu, on étudie la configuration d'un système de transfert de fonds d'un montant élevé qui couvrirait l'ensemble de la Communauté. Pareil système est indispensable pour une conduite efficace de la politique monétaire unique dans la phase 3. Le temps et les ressources nécessaires pour concevoir et mettre en oeuvre un système totalement intégré sont tels qu'il faut traiter le problème très tôt. Le fait de connaître le schéma de l'infrastructure retenue aidera aussi la communauté bancaire de la CEE dans ses projets d'avenir.

Les systèmes de paiement ne sont pas gérés exclusivement par les banques centrales ; ils sont organisés en partie par la

profession bancaire elle-même. Il est donc indispensable d'avoir un dialogue constructif avec cette dernière. Ce dialogue a été engagé en novembre, où le Groupe de travail du Comité sur les systèmes de paiement européens a rencontré des représentants des Fédérations bancaires européennes et des grandes banques commerciales. Le Comité est en liaison également avec le Comité européen de normalisation bancaire, créé récemment sous l'égide des Fédérations. Enfin, le système de compensation en écus continuera d'être surveillé attentivement (voir Section IV-1).

Les statistiques

Des statistiques fiables et disponibles à temps sont d'une importance vitale pour la conduite de la politique monétaire. Les statuts du SEBC habilite la BCE à collecter, avec l'aide des banques centrales nationales, les statistiques nécessaires. De plus, elle oeuvrera en faveur de l'harmonisation, s'il y a lieu, des règles et pratiques régissant la collecte, l'établissement et la diffusion des statistiques dans les domaines relevant de sa compétence. L'IME contribuera à cette harmonisation dans le cadre de ses travaux préparatoires.

Le Comité des gouverneurs a mis en route le processus d'amélioration des données nécessaires à la coordination des politiques monétaires et il a commencé à définir la base statistique requise pour la conduite de la politique monétaire unique. Dans un premier temps, il faut préciser les besoins de l'IME puis de la BCE en la matière ; une fois déterminés, ceux-ci seront rapprochés des données disponibles au niveau national. Cette comparaison fournira ultérieurement la base des analyses nécessaires pour construire des statistiques fiables pour la zone monétaire commune et mieux apprécier s'il faut adapter les systèmes actuels de collecte des données.

Trois principes jouent un rôle important dans l'évaluation des besoins statistiques futurs : le souci de réduire au minimum la charge qu'impose aux institutions financières la communication de leurs chiffres ; l'utilisation optimale de l'infrastructure des banques centrales nationales ; la compatibilité avec les normes

statistiques communautaires et internationales. Pour le moment, toutefois, il importe de maintenir une certaine marge de manoeuvre. Il faut se réserver la possibilité d'adaptations pour tenir compte du fait que la conception de la politique monétaire unique reste à affiner, de l'harmonisation des instruments de cette politique et des changements qui interviendront probablement dans la structure et le fonctionnement des marchés financiers.

Le Comité des gouverneurs coopère étroitement avec les institutions communautaires et les organismes internationaux compétents dans le domaine statistique. Cette coopération s'effectue dans le cadre du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements.

Les principes comptables des banques centrales nationales

L'harmonisation des règles et pratiques comptables des banques centrales nationales est un préalable indispensable, non seulement de la conduite d'une politique monétaire unique, mais aussi de l'application des dispositions des statuts du SEBC relatives aux transferts de revenus monétaires et de devises. Les statuts habilite le Conseil des gouverneurs à "arrêter les règles nécessaires à la normalisation des procédures comptables et d'information relatives aux opérations des banques centrales nationales". Cette tâche devrait être complexe, les méthodes et pratiques suivies reflétant des traditions nationales et des dispositions légales différentes.

Les travaux préliminaires effectués par le Comité des gouverneurs se sont limités jusqu'à présent à rassembler les éléments d'information. Un inventaire des méthodes comptables appliquées actuellement par les banques centrales a été dressé, trois aspects ayant retenu particulièrement l'attention : le contexte institutionnel et légal dans lequel sont élaborés les comptes des banques centrales ; la comparaison et la classification des postes dans les bilans et comptes de profits et pertes des banques centrales et la mise en évidence des ressemblances et différences dans le traitement comptable de ces postes, surtout quand ils apparaissent importants pour l'IME et le SEBC. Sur la base de cet inventaire, le Comité des gouverneurs va

effectuer les travaux préparatoires à l'harmonisation des règles et normes comptables. Il prendra également en compte, le cas échéant, la législation communautaire en ce domaine.

Les systèmes de traitement de l'information

L'IME et la BCE auront besoin de systèmes fiables de traitement des données. Il faudra aussi que ces systèmes communiquent efficacement avec ceux des banques centrales nationales. Dans la phase 2, l'échange d'informations concernera principalement les données statistiques ; dans la phase 3, il s'étendra aux fonctions opérationnelles.

Aussi a-t-il été jugé nécessaire d'entreprendre la définition d'une stratégie technique applicable aux systèmes de traitement et de transmission des données pour l'IME et le SEBC. Deux dispositions préliminaires ont été prises jusqu'à présent.

D'une part, des enquêtes de caractère technique sont en cours à l'effet de recenser les infrastructures actuelles des systèmes dans les banques centrales de la Communauté. D'autre part, on s'emploie à évaluer les besoins de l'IME et du SEBC en matière de système d'information et de communication, à la lumière des diverses fonctions de ces nouvelles institutions.

Les résultats des enquêtes, ainsi que l'analyse des besoins permettront de préparer à la fois l'infrastructure des systèmes de traitement de l'information de l'IME et du SEBC, et la connexion entre les systèmes des banques centrales.

A N N E X E S

ANNEXE I : Les changements intervenus dans les instruments et les modalités de la politique monétaire depuis le début de la phase 1.

ANNEXE II : Le statut des banques centrales dans les pays de la Communauté.

LES CHANGEMENTS INTERVENUS DANS LES INSTRUMENTS ET LES MODALITES
DE LA POLITIQUE MONETAIRE DEPUIS LE DEBUT DE LA PHASE 1

Depuis le début de la phase 1 de l'UEM en juillet 1990, des modifications importantes ont été apportées aux méthodes d'exécution des opérations de politique monétaire en Belgique, au Danemark, en Allemagne, en Grèce et au Portugal. On en trouvera ci-après une brève description.

Belgique

Antérieurement à janvier 1991, la politique monétaire de la Belgique reposait presque entièrement sur la manipulation du taux d'intérêt des certificats de trésorerie. La banque centrale avait toute liberté pour fixer ce taux, en concertation avec le ministre des Finances. L'importance du marché des certificats de trésorerie et la faculté d'émettre ces effets "à guichet ouvert" (c'est-à-dire que les banques pouvaient en obtenir régulièrement à la demande) permettaient à la banque centrale de contrôler étroitement les taux d'intérêt à court terme. Le système présentait toutefois des inconvénients, en particulier le fait que la politique monétaire ne pouvait s'appuyer que sur un seul instrument. Il avait, de plus, une incidence budgétaire manifeste, qui pouvait restreindre la possibilité pour les autorités d'ajuster les taux d'intérêt avec la souplesse requise. Enfin, les banques se trouvaient à même, en réduisant leur portefeuille de certificats, de transmettre une pénurie de liquidités au Trésor, qui devait à son tour ajuster sa position en recourant aux concours de la banque centrale.

La réforme monétaire instaurée en janvier 1991 comportait deux grands volets. D'une part, des mesures ont été prises pour faire jouer davantage la concurrence sur le marché primaire des effets publics à court terme. C'est ainsi notamment que l'émission de certificats de trésorerie "à guichet ouvert" a été remplacée par un système d'adjudications périodiques, lesquelles sont ouvertes à une large gamme d'investisseurs. Des dispositions ont été adoptées également pour la formation d'un marché secondaire efficient.

D'autre part, la banque centrale ne fixe plus le taux directeur du marché monétaire par voie de décision administrative : elle conduit désormais sa politique de taux d'intérêt au moyen d'interventions sur ce marché. En premier lieu, elle recourt à des apports périodiques de fonds par adjudication, ce qui alimente régulièrement le marché en liquidités. Le taux d'intérêt appliqué indique aussi quelle est l'orientation de la politique monétaire. En second lieu, dans l'intervalle entre deux adjudications, la banque centrale effectue journalièrement des opérations d'open market pour régler le niveau de la liquidité. Troisièmement, elle offre aux banques à la fois la possibilité de déposer des fonds sur ses livres et celle d'avances en compte courant, pour leur permettre de faire face, respectivement, à leurs excédents et déficits de trésorerie en fin de

journee. Les taux d'intérêt appliqués à ces "facilités" déterminent les limites inférieure et supérieure des conditions à très court terme. Enfin, la banque centrale utilise deux taux officiels : le taux d'escompte, qui s'applique à la mobilisation d'un volume peu important d'effets de commerce, et le taux des avances au-delà d'un montant préfixé. Ces taux, qui ont une valeur surtout symbolique, sont modifiés normalement pour annoncer un changement de politique, dans le cas, par exemple, où d'autres banques centrales font varier leurs taux d'intérêt officiels.

Danemark

Avant avril 1992, la Banque nationale du Danemark offrait deux facilités permanentes : les dépôts sur ses livres sans limitation de montant, pour absorber les excédents de liquidités sur le marché monétaire, et des découverts assortis d'un plafond, pour fournir des liquidités. Les taux d'intérêt appliqués à ces facilités étaient liés au taux d'escompte officiel. En pratique, cette manière de procéder ne donnait guère de souplesse à l'action des autorités.

Le 1er avril 1992, la Banque nationale du Danemark a donc inauguré un nouveau système pour accroître sa liberté de manoeuvre. Elle émet désormais chaque semaine des certificats de dépôt à échéance de quinze jours. Pour être assurée que les banques auront suffisamment de liquidités pour acquérir ces certificats, la Banque en fournit, le cas échéant, au moyen de prises en pensions d'effets publics. Le taux d'intérêt des certificats guide les taux du marché à court terme. La Banque peut racheter les certificats quand il est nécessaire d'alimenter les banques.

En même temps, les découverts ont été supprimés et la faculté de déposer des fonds a été restreinte. Les dépôts rémunérés des banques à la banque centrale ne peuvent plus excéder en moyenne mensuelle 5 % de leurs fonds propres. Au-delà de ce pourcentage, ils cessent de porter intérêt. Le fait que la fraction rémunérée soit déterminée par son montant moyen sur une période d'un mois contribue à limiter la variabilité des taux du marché à très court terme.

Allemagne

Le 1er mars 1993, la Banque fédérale d'Allemagne a émis pour la première fois des effets ad hoc pour régler la liquidité, à échéance de trois, six et neuf mois, cela en vertu du nouvel article 42 de la loi sur la Banque fédérale ; aux termes de cet article, elle peut émettre pour son propre compte des effets du Trésor de la République fédérale, à intérêt précompté, jusqu'à concurrence d'un montant de DEM 50 milliards. Ce type de papier constitue un instrument de politique monétaire et n'implique pas le financement d'un budget public quelconque. L'émission de ce papier est directement liée, par le moment où elle intervient, comme dans son essence, à un assouplissement important du régime des réserves obligatoires. Elle élargit la gamme des moyens d'action des autorités monétaires et devrait renforcer la compétitivité des banques allemandes. Sur le plan monétaire, ce nouvel instrument donne plus de souplesse dans la conduite de la politique du fait, par exemple, qu'il permet à la banque centrale de mieux réagir aux effets sur la liquidité des turbulences des marchés de change et d'influer directement sur les encaisses des agents non bancaires. Avec son introduction, la banque centrale peut maintenant choisir entre un plus grand nombre de méthodes pour mener ses opérations d'open market.

Grèce

En décembre 1992, la Banque de Grèce a annoncé la mise en place de deux nouveaux procédés pour l'octroi de liquidités au système bancaire : des avances du type Lombard, accordées contre nantissement de titres publics, et le réescompte d'effets de commerce. Ces deux formes de concours sont limitées par un plafond global, qui est ventilé entre les différents établissements de crédit selon des critères liés au montant de certains postes du bilan. Leurs taux d'intérêt respectifs sont censés délimiter le couloir à l'intérieur duquel vont évoluer les conditions du marché monétaire. La formule des découverts est maintenue comme moyen d'aide en dernier ressort, assorti d'un taux de pénalisation.

En outre, afin de se donner plus de souplesse dans le réglage de la liquidité, la Banque pratique depuis novembre 1992 un système d'adjudications pour les reports en devises. Les mesures ainsi prises récemment sont destinées à consolider le recours aux mécanismes du marché pour la conduite de la politique monétaire, de manière à accroître son efficacité.

Portugal

Le souci d'améliorer l'efficacité de la politique monétaire a amené les autorités, en janvier 1991, à faire désormais des opérations d'open market le principal instrument de régulation du marché monétaire. Dans le nouveau système, les interventions de la banque centrale sont centrées sur les obligations des banques au titre des réserves obligatoires. Ces réserves sont calculées en valeur moyenne sur une semaine environ. C'est par la voie des opérations d'open market que des liquidités sont fournies ou retirées au marché à intervalles réguliers, les taux fixés par la Banque du Portugal indiquant l'orientation de la politique monétaire. Ces opérations sont effectuées le premier jour ouvrable de chaque période de constitution des réserves obligatoires. La Banque peut aussi y recourir occasionnellement au cours de la période en question pour stabiliser les taux d'intérêt à très court terme. Dans les deux cas, les opérations sont à échéance courte (jusqu'à une semaine). Au début, elles prenaient essentiellement la forme de pensions de bons du Trésor, mais, depuis le milieu de 1991, la résorption des liquidités s'effectue surtout par voie d'émission de certificats de la banque centrale. Celle-ci offre aussi ses concours le dernier jour ouvrable de la période hebdomadaire de réserves, pour permettre aux banques se trouvant à court de fonds de satisfaire à leurs obligations. Il s'agit d'avances à un jour qui sont assorties d'un taux de pénalisation.

La Banque du Portugal effectue également des opérations de reprise de liquidités à échéance plus longue, le marché monétaire présentant un excédent structurel de liquidités.

Le système de rémunération des réserves obligatoires a été modifié à la fin de mars 1991. Les réserves sur les exigibilités nouvelles (à savoir l'accroissement des exigibilités par rapport au niveau de fin 1990) sont maintenant rémunérées à des taux proches de ceux du marché, ce qui supprime l'impôt que constituait implicitement la détention d'avoirs non rémunérés.

LE STATUT DES BANQUES CENTRALES
DANS LES PAYS DE LA COMMUNAUTE

1. **BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE**

1.1 **Objectifs et fonctions**

Les statuts ne fixent pas explicitement d'objectifs.

Les principales fonctions sont : la politique monétaire et la politique de change, la gestion des réserves officielles, la coopération monétaire européenne et internationale, la préservation du bon fonctionnement des systèmes de paiement. D'autres responsabilités sont assignées à la Banque par des dispositions législatives spécifiques. La Banque Nationale n'est pas responsable du contrôle prudentiel des banques.

1.2 **Instances dirigeantes**

La Banque est dirigée par le Gouverneur et administrée par le Comité de direction assisté du Conseil de régence. Elle est surveillée par le Collège des censeurs. Il y a en outre un Conseil général.

Le Gouverneur est nommé par le Roi (sur proposition du gouvernement) pour une durée de cinq ans renouvelable. Il peut être suspendu ou révoqué par le Roi, ce qui ne s'est jamais produit.

Le Comité de direction comprend, outre le Gouverneur, de trois à six membres nommés par le Roi, sur proposition du Conseil de régence, pour une durée de six ans. Il assure l'administration et la gestion de la Banque et détermine l'orientation de sa politique, sous le contrôle du Conseil de régence.

Le Conseil de régence se compose du Gouverneur, des Directeurs et des Régents. Ces derniers sont nommés pour trois ans par l'assemblée générale des actionnaires (l'Etat belge détient 50 % du capital). Cinq Régents sont nommés sur proposition du ministre des Finances et cinq sur proposition des organisations les plus représentatives de l'industrie, du commerce, de l'agriculture et des salariés. Il a compétence générale pour fixer le taux et les conditions de l'escompte, des avances et des prêts, et il arrête le bilan de la Banque.

Le Collège des censeurs comprend de huit à dix Censeurs élus pour trois ans par l'assemblée générale des actionnaires. Outre le contrôle des opérations de la Banque, il vote le budget proposé par le Conseil de régence et approuve les comptes annuels.

Le Conseil général se compose du Gouverneur, des Directeurs, des Régents et des Censeurs. Il a d'importantes fonctions administratives.

Si les autorités politiques n'ont pas le droit de donner des instructions à la Banque, il y a auprès d'elle un Commissaire du gouvernement. Celui-ci et le ministre des Finances avaient, respectivement, un pouvoir suspensif et un droit de veto à l'encontre de toute décision de la Banque contraire à la loi, à ses statuts et aux intérêts de l'Etat.

Cependant, ces pouvoirs ont été abolis, en mars 1993, à l'égard de toutes décisions et opérations de la banque centrale touchant à ses fonctions essentielles.

1.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

La Banque est responsable de la formulation et de la mise en oeuvre de la politique monétaire. Celle-ci est conduite dans le contexte du régime de taux de change qui est déterminé par le gouvernement. C'est ainsi que les dispositions en matière de change sont adoptées par le Roi (en fait par le gouvernement) après consultation de la Banque.

La réforme de la politique monétaire intervenue en janvier 1991 a entraîné une modification substantielle des techniques appliquées (voir la description donnée à l'Annexe I). Depuis lors, la Banque peut utiliser toute une série d'instruments monétaires : toutefois, les réserves obligatoires ne peuvent être imposées qu'avec l'approbation du gouvernement. La réforme de 1991 introduit aussi une limitation importante du financement de l'Etat par la banque centrale ; en vertu de la nouvelle législation adoptée en mars 1993, il sera mis fin à ce "financement monétaire" au plus tard en juin 1993.

1.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

Il n'y a pas de relations institutionnalisées entre le Parlement et la Banque ; de fait, le Gouverneur s'est rarement présenté devant le Parlement. En ce qui concerne les relations avec le gouvernement, le Gouverneur n'a assisté que rarement aux réunions du Conseil des ministres. Outre le rôle du gouvernement dans les nominations, comme on l'a vu plus haut, le ministre des Finances doit approuver la forme de la situation hebdomadaire de la Banque. Enfin, celle-ci publie un Rapport annuel.

1.5 Changements institutionnels en perspective

Après l'adoption, en mars 1993, de la nouvelle loi renforçant l'indépendance de la banque centrale et prohibant le "financement monétaire" de l'Etat, il n'est pas prévu actuellement de nouveaux changements.

2. BANQUE NATIONALE DU DANEMARK

2.1 Objectifs et fonctions

L'objectif fixé par les statuts est de maintenir un système monétaire solide et sûr, ainsi que de faciliter et réguler les paiements et la distribution du crédit.

Les principales fonctions sont la conduite de la politique monétaire et de change. La Banque gère aussi les réserves officielles et elle est l'agent financier de l'administration centrale, mais elle n'a pas la responsabilité du contrôle des banques.

2.2 Instances dirigeantes

Les instances dirigeantes sont le Conseil des gouverneurs, le Conseil d'administration et un Comité d'administrateurs.

Le Conseil des gouverneurs compte trois membres. Le Président est nommé par la Couronne et les deux autres membres élus par le Conseil d'administration. Il n'est pas fixé de durée aux mandats. En pratique, les nominations sont à vie, l'âge de la retraite étant 70 ans. Le Conseil des gouverneurs a l'entière responsabilité des décisions de politique monétaire de la Banque.

Le Conseil d'administration comprend vingt-cinq membres, dont deux sont désignés par le Commissaire royal auprès de la Banque -c'est-à-dire par le ministre de l'Economie- et huit choisis par le Parlement parmi ses membres ; les quinze autres sont nommés par le Conseil, qui doit faire en sorte que tous les principaux acteurs de la vie économique soient représentés. Le mandat est de cinq ans avec possibilité de renouvellement. Le Conseil a compétence dans le domaine administratif et pour l'organisation de la Banque.

Le Comité d'administrateurs se compose de deux membres du Conseil, nommés par le Commissaire royal auprès de la Banque, et de cinq autres choisis par le Conseil parmi ses membres. Le mandat est d'une année renouvelable. Le Comité a aussi des responsabilités administratives et d'organisation.

Le Commissaire royal auprès de la Banque veille au respect par l'institution de ses obligations légales et constitue le lien officiel entre la Banque et le gouvernement.

Les membres des organes dirigeants ne sont pas soumis aux directives du pouvoir politique.

2.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

L'autorité en matière de politique monétaire appartient au Conseil des gouverneurs de la Banque, qui détermine le cadre dans lequel sera conduit cette politique, notamment le niveau du taux d'intérêt. Traditionnellement, la politique monétaire est définie par concertation entre la Banque et le gouvernement. Le Conseil des gouverneurs a toute liberté dans sa mise en oeuvre et dans le choix des instruments. En outre, le Danemark respecte entièrement la règle de prohibition du "financement monétaire" posée par le Traité de Maastricht. L'administration centrale finance les déficits budgétaires en cédant des titres publics sur le marché.

La politique de change est fixée par le gouvernement en accord avec la Banque, à qui incombe la gestion du taux de change.

2.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

La responsabilité envers le pouvoir politique est assurée par la composition du Conseil d'administration et du Comité d'administrateurs, et par une disposition spéciale stipulant que le Commissaire royal auprès

de la Banque et le ministre des Finances peuvent prendre part aux délibérations relatives à la modification du taux d'escompte officiel, mais sans avoir le droit de vote. De plus, la Banque est tenue statutairement de publier ses comptes annuels, une fois ceux-ci approuvés par le Conseil d'administration et le Commissaire royal, ainsi qu'un Rapport annuel.

2.5 Changements institutionnels en perspective

Il n'est pas prévu de changements à caractère institutionnel.

3. BANQUE FEDERALE D'ALLEMAGNE

3.1 Objectifs et fonctions

C'est l'institut d'émission de la République fédérale d'Allemagne. Son principal objectif est de préserver la valeur de la monnaie. Elle est tenue de soutenir la politique économique générale du gouvernement, mais sans compromettre la poursuite de son principal objectif. La Banque fournit aux banques des services en matière de systèmes de paiement et gère les réserves officielles. Elle n'est pas responsable du contrôle des banques.

3.2 Instances dirigeantes

Les instances dirigeantes sont le Conseil de la Banque centrale, le Directoire et les Comités de direction des "Banques centrales de région" (sièges principaux ayant compétence dans les régions respectives).

Le Conseil de la Banque centrale (qui comprend au plus dix-sept membres) se compose du Président et du Vice-président de la Banque fédérale, des autres membres du Directoire et des Présidents des Banques centrales de région. Il détermine la politique monétaire de la Banque et constitue son organe interne suprême.

Le Directoire comprend le Président, le Vice-président et un nombre maximum de six autres membres (cinq actuellement). Tous les membres du Directoire sont nommés par le Président de la République fédérale, sur proposition du gouvernement fédéral, après consultation du Conseil de la Banque centrale. Le Directoire est chargé de la mise en oeuvre des décisions de politique monétaire et du crédit prises par le Conseil. Il a aussi pour fonction de diriger et administrer la Banque, sauf dans les matières qui sont de la compétence des Comités de direction des Banques centrales de région. Dans ce cadre, le Directoire a la responsabilité des opérations relevant du rôle qui incombe à la Banque d'être l'agent financier de l'Etat fédéral et d'accorder des avances à celui-ci et à ses fonds spéciaux ; des opérations avec certains organismes de crédit ; des opérations sur devises et avec l'étranger, des opérations d'open market et de la coordination à l'intérieur de la Banque fédérale dans son ensemble.

Les Comités de direction des neuf Banques centrales de région comprennent un Président, un Vice-président et dans certains cas un autre membre. Les Présidents sont nommés par le Président de la République fédérale sur présentation du Bundesrat (la Chambre haute du Parlement), après formulation d'une proposition par le gouvernement de région compétent et consultation du Conseil de la Banque centrale. Les Banques centrales de région effectuent des opérations avec les collectivités publiques et les établissements de crédit de leurs zones respectives.

Les membres des organes dirigeants de la Banque sont nommés pour une période de huit ans. Dans des cas exceptionnels, cette durée peut être plus courte, mais avec un minimum de deux ans. Les mandats sont renouvelables en règle générale. La Banque et les membres de ses organes dirigeants ne sont pas soumis aux instructions du gouvernement fédéral dans l'accomplissement des fonctions qui leur sont assignées par la loi sur la Banque fédérale.

3.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

La politique monétaire est déterminée par le Conseil de la Banque centrale sous sa propre autorité. Une disposition de la loi spécifie que les décisions du Conseil de la Banque centrale en la matière peuvent être différées pendant deux semaines au plus à la demande du gouvernement fédéral, lequel, jusqu'à présent, n'a pas fait usage de ce pouvoir. En tout état de cause, la décision définitive appartient au Conseil de la Banque centrale.

Les instruments de la politique monétaire sont fixés par la loi sur la Bundesbank. Dans le cadre ainsi délimité, la Banque a toute liberté pour choisir les instruments, les développer et les affiner. Il n'y a pour elle aucune obligation contraignante d'octroyer des crédits au secteur public. La Banque a la "faculté" d'accorder des avances à l'Etat fédéral, aux régions (Länder) et à certaines autres collectivités publiques, mais seulement à court terme et dans la limite de plafonds déterminés par la loi. L'intérêt perçu est actuellement le taux Lombard, qui est proche des conditions du marché.

La Banque opère sur le marché des changes de sa propre autorité. C'est le gouvernement fédéral qui fixe les parités centrales, mais en concertation avec la Banque.

3.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

L'indépendance de la Banque, telle qu'elle est stipulée dans la loi qui régit l'institution, repose sur le consensus qui existe dans la société en faveur d'une politique axée sur la stabilité des prix. La Banque n'a pas l'obligation de faire rapport au parlement, ni au gouvernement fédéral, mais elle informe régulièrement le public par des publications et dans des discours. Les comptes annuels sont vérifiés par des commissaires aux comptes et par l'Office fédéral de contrôle.

3.5 Changements institutionnels en perspective

Il n'est pas prévu actuellement de changements institutionnels.

4. BANQUE DE GRECE

4.1 Objectifs et fonctions

L'objectif fixé par la loi est de contrôler la circulation fiduciaire et le crédit, d'où l'on infère que la stabilité monétaire est l'objectif final de la Banque.

Les principales fonctions sont la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change, conformément aux grandes lignes fixées par le gouvernement. La Banque a le privilège de l'émission des billets et elle gère les réserves officielles. En outre, elle est l'autorité de tutelle des banques et joue un rôle crucial dans les systèmes de paiement du pays.

4.2 Instances dirigeantes

Le Conseil général se compose du Gouverneur, des Sous-gouverneurs et de neuf Conseillers n'ayant pas de responsabilités dans le fonctionnement de la Banque. Le Gouverneur et les Sous-gouverneurs sont nommés par le gouvernement, pour une durée renouvelable de quatre ans, sur proposition du Conseil général, tandis que les neuf Conseillers sont élus par l'assemblée générale des actionnaires, pour une durée renouvelable de trois ans. Le Conseil est chargé de la conduite générale des affaires de la Banque.

Le Gouverneur dirige la Banque. C'est lui ou, en son absence, un Sous-gouverneur qui préside le Conseil général, représente légalement la Banque et qui, au nom du Conseil, décide de toutes les questions qui ne sont pas expressément réservées à ce dernier.

Un Commissaire du gouvernement n'ayant pas droit de vote peut être désigné par le ministre des Finances. Il assiste à l'assemblée générale des actionnaires et aux réunions du Conseil général, et il peut opposer son veto aux décisions qu'il juge contraires aux statuts de la Banque ou aux lois de l'Etat.

4.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

La Banque définit la politique monétaire, dans le cadre des objectifs macro-économiques du gouvernement. Elle jouit d'une grande liberté dans le choix d'objectifs monétaires chiffrés et dans la mise en oeuvre de la politique monétaire. Toutefois, le choix de ses moyens d'action est limité, du fait que le taux d'intérêt des effets publics est fixé par décision du gouvernement, bien qu'en concertation avec la Banque. Enfin, si la Banque est tenue actuellement d'accorder des découverts à l'Etat, leur montant est, en pratique, limité.

La politique de change est formulée par le gouvernement en concertation avec la Banque, laquelle est chargée de sa mise en oeuvre.

4.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

Une commission parlementaire a compétence pour donner son avis sur les mérites des candidatures officielles au poste de Gouverneur. La transparence est assurée par la publication du Rapport annuel et de certains états financiers.

4.5 Changements institutionnels en perspective

La Banque de Grèce a proposé au gouvernement des modifications d'ordre législatif portant sur ses missions et principales fonctions, son indépendance, sa structure organique, ses responsabilités et opérations dans le domaine monétaire. Cette réforme vise à accroître, dès l'avenir

proche, le degré d'indépendance de la Banque et à rendre ses statuts compatibles avec le Traité de Maastricht.

5. BANQUE D'ESPAGNE

5.1 Objectifs et fonctions

La Banque est chargée de la mise en oeuvre de la politique monétaire avec pour objectif, en particulier, la préservation de la valeur de la monnaie.

Les principales fonctions de la Banque sont : l'application de la politique monétaire intérieure et extérieure, l'émission des billets de banque et le réglage de la circulation fiduciaire, la détention et la gestion des réserves officielles de change, la surveillance des établissements bancaires et de certains marchés de capitaux. La Banque joue aussi le rôle d'agent financier de l'Etat et de conseiller du gouvernement en matière financière et économique.

5.2 Instances dirigeantes

Les instances dirigeantes sont le Gouverneur, le Sous-gouverneur, le Conseil général et le Conseil exécutif.

Le Gouverneur est nommé par le Roi, sur proposition du Chef du gouvernement, pour une durée renouvelable de quatre ans. Il représente la Banque à l'extérieur, préside le Conseil général et le Conseil exécutif, où il a voix prépondérante, et joue le rôle de directeur général pour la gestion de la Banque.

Le Sous-gouverneur est nommé par le gouvernement, sur proposition du ministre de l'Economie et des Finances, pour une durée renouvelable de quatre ans. Il remplace le Gouverneur en cas de vacance du poste, d'absence ou de maladie, et il peut exercer tous les pouvoirs qui lui sont délégués par le Gouverneur.

Le Conseil général comprend : le Gouverneur, le Sous-gouverneur, six membres nommés par le gouvernement, deux membres de droit qui sont le Directeur général du budget et le Directeur général du Trésor et de la politique financière, les Directeurs généraux de la Banque (quatre au plus) et un représentant du personnel de la Banque. Les six membres nommés par le gouvernement le sont pour une durée renouvelable de trois ans ; les Directeurs généraux de la Banque sont nommés par le ministre de l'Economie et des Finances, pour une durée non déterminée, sur proposition du Conseil exécutif de la Banque. Le Conseil général prend les décisions et donne les directives nécessaires pour assurer l'exécution des tâches confiées à la Banque. Il joue également le rôle de conseiller du gouvernement et approuve les rapports et règlements de la Banque, les premiers étant présentés par lui au gouvernement.

Le Conseil exécutif est composé du Gouverneur, du Sous-gouverneur, de trois membres choisis par le Conseil général parmi les six membres nommés par le gouvernement et d'un Directeur général de la Banque. Il applique les directives données par le Conseil général pour la conduite de la politique de la Banque. Il rédige et propose les rapports de la Banque qui sont soumis à l'approbation du Conseil général et délivre toute autorisation requise en vertu de la législation bancaire et financière ; c'est lui aussi qui prend les sanctions prévues par cette législation.

La législation espagnole ne contient aucune disposition permettant au gouvernement d'adresser des instructions aux instances dirigeantes de la Banque. En outre, aux termes de la loi sur la Banque, la Banque d'Espagne agit dans l'indépendance vis-à-vis du gouvernement, dans les limites fixées par la présente loi". Ces limites, cependant, ne consistent pas en instructions précises ; elles se rapportent, on va le voir, au partage général des responsabilités en matière de politique monétaire.

5.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

La loi sur la Banque d'Espagne, sous sa forme actuelle, stipule que "la Banque conduit la politique monétaire sur le double plan intérieur et extérieur conformément aux objectifs généraux fixés par le gouvernement, la mettant en oeuvre de la manière qui lui paraît la plus appropriée pour atteindre les buts définis". En conséquence, les objectifs généraux de la politique monétaire sont définis par le gouvernement, alors que sa mise en oeuvre, au plan interne et externe, incombe à la Banque d'Espagne. A ce titre, celle-ci a la liberté du choix des instruments à employer.

En pratique, les objectifs généraux de la politique monétaire prennent la forme de taux annuels de croissance d'agrégats monétaires, ces taux étant déterminés par la Banque et approuvés par le gouvernement.

La politique de change est menée dans le cadre du SME. Les taux centraux sont fixés par le gouvernement en concertation étroite avec la Banque, à qui il appartient ensuite de conduire la politique de change. On notera, à cet égard, que la Banque jouit d'une entière liberté pour les interventions sur le marché des changes.

5.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

Le Parlement a la faculté d'inviter le Gouverneur à lui faire rapport sur la politique monétaire et autres domaines touchant aux fonctions de la Banque. De plus, celle-ci publie un Rapport annuel et un Bulletin économique mensuel, dans lesquels elle examine l'évolution économique et financière et explique la politique monétaire suivie.

La Banque publie ses comptes annuels. Sa gestion et ses opérations sont contrôlées par la Cour des comptes.

5.5 Changements institutionnels en perspective

Le gouvernement a approuvé récemment un projet de loi sur l'autonomie de la Banque, qui a été soumis au Parlement. Ce texte, qui introduit dans la législation toutes les dispositions du Traité sur l'Union européenne relatives aux banques centrales, entrera en vigueur le 1er janvier 1994. La définition des fonctions de la Banque est modifiée de manière à englober à la fois la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire. Le principal objectif assigné à celle-ci est la stabilité des prix. Le financement monétaire du secteur public est interdit. La durée du mandat du Gouverneur et du Sous-gouverneur est porté à six ans, mais il n'est pas renouvelable.

6. BANQUE DE FRANCE

6.1 Objectifs et fonctions

La Banque a pour mission de surveiller la monnaie et le crédit ; à cet égard, elle veille au bon fonctionnement du système bancaire.

Ses principales fonctions sont d'émettre les billets de banque, de contribuer à l'élaboration de la politique monétaire et de participer à sa mise en oeuvre, de conduire la politique de change et de gérer les réserves officielles ; de tenir le compte du Trésor ; de participer à la gestion du système des paiements ; de concourir à la réglementation bancaire et financière ; de surveiller les établissements de crédit pour le compte de la Commission bancaire.

6.2 Instances dirigeantes

Les instances dirigeantes de la Banque sont le Gouverneur, les deux Sous-gouverneurs et le Conseil général.

Le Gouverneur et les Sous-gouverneurs sont nommés par décret en Conseil des ministres, sans qu'il soit fixé de durée à leur mandat. Le Gouverneur dirige et administre la Banque ; il exerce tous les pouvoirs dont n'est pas investi le Conseil général, qu'il préside.

Le Conseil général comprend le Gouverneur, les Sous-gouverneurs et les Conseillers. Neuf de ceux-ci sont nommés par décret pris en Conseil des ministres sur proposition du ministre de l'Economie et des Finances ; un Conseiller est élu par le personnel de la Banque. Tous les Conseillers sont nommés pour six ans. Le Conseil délibère de questions relatives aux opérations de la Banque, à son administration et à ses comptes financiers.

Un Censeur nommé par le ministre de l'Economie et des Finances assiste aux séances du Conseil général ; il peut faire opposition aux décisions du Conseil, auquel cas le Gouverneur demande au Conseil général de reconsidérer la question.

6.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

La Banque contribue à la définition de la politique monétaire arrêtée par le gouvernement. L'application de la politique monétaire fait l'objet de décisions conjointes du ministre de l'Economie et des Finances et du Gouverneur, tant dans le choix des instruments que dans les changements qui les affectent.

Les déficits publics ne sont pas financés par la banque centrale. Depuis la convention relative au fonctionnement du Fonds de stabilisation des changes, passée en 1973, le concours de la banque centrale à l'Etat se limite à neutraliser l'incidence des résultats du Fonds sur la situation du Trésor public. Il n'y a donc pas à ce titre de financement monétaire des administrations publiques. De plus, la Banque ne souscrit à aucune émission de titres, qu'ils soient publics ou privés.

Les opérations sur le marché des changes sont effectuées par la Banque en étroite concertation avec le ministre de l'Economie et des Finances, qui peut donner à la Banque des orientations générales dans ce domaine.

6.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

Le Gouverneur prête serment, entre les mains du Président de la République, de bien et fidèlement diriger la Banque conformément aux lois et règlements. Il présente au Président de la République, au nom du Conseil général, quand il le juge nécessaire et au moins une fois par an, le compte rendu des opérations de la Banque. A intervalles réguliers, sont publiés des bulletins décrivant l'évolution économique et monétaire, ainsi que les actions de la Banque dans la conduite de sa politique.

6.5 Changements institutionnels en perspective

Les statuts de la Banque devront être modifiés, afin d'être mis en conformité avec les dispositions du Traité de Maastricht. Le gouvernement a, à plusieurs reprises, dans des déclarations récentes, confirmé son engagement de mettre en oeuvre une telle réforme, mais, à ce jour, il n'a pas présenté officiellement de projets d'amendements. Un groupe parlementaire a annoncé récemment le dépôt d'une proposition de loi visant à assurer l'indépendance de la Banque.

7. BANQUE CENTRALE D'IRLANDE

7.1 Objectifs et fonctions

L'objectif statutaire est de préserver la valeur de la monnaie.

Les principales fonctions sont d'émettre la monnaie fiduciaire, de définir et mettre en oeuvre la politique monétaire, de gérer les réserves officielles, de surveiller les marchés financiers, d'être l'agent financier de l'Etat et de tenir le registre de la dette publique. La Banque est chargée également de la réglementation bancaire et financière.

7.2 Instances dirigeantes

La Banque est dirigée par le Conseil d'administration, qui est composé du Gouverneur et de neuf administrateurs (au plus). Le Gouverneur est nommé par le Président de la République, sur proposition du gouvernement, pour une durée renouvelable de sept ans. Les autres membres du Conseil sont désignés par le ministre des Finances pour une période de cinq ans.

7.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

La Banque est responsable de la formulation et de la mise en oeuvre de la politique monétaire. Les décisions à cet égard sont prises à la lumière de la politique de change définie par le gouvernement, mais sans qu'il en soit référé habituellement au ministère des Finances. L'apport du gouvernement à la politique monétaire passe par le Secrétaire du Département des finances, celui-ci étant de droit membre du Conseil de la Banque. Le ministre peut demander au Gouverneur (et/ou au Conseil) de

discuter avec lui des modalités d'accomplissement par la Banque de sa mission et d'exercice de ses fonctions, mais il n'a jamais fait usage de ce pouvoir.

La Banque a toute liberté dans le choix et l'utilisation de ses moyens d'action. Elle n'a pas l'obligation de financer l'Etat ou le secteur public ; en pratique, d'ailleurs, ce financement a été très limité.

Si la détermination de la politique de change est en dernier ressort l'affaire du gouvernement, le ministre des Finances est tenu par la loi de consulter la Banque sur les questions relatives à cette politique.

7.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

La Banque est tenue d'établir un Rapport annuel et de l'adresser au ministre des Finances, qui doit le présenter aux deux Chambres du Parlement. De même, un état des comptes financiers annuels de la Banque est remis au Président de la Cour des comptes ; celui-ci à son tour, après examen et certification, l'envoie au ministre, qui le diffuse auprès des parlementaires.

7.5 Changements institutionnels en perspective

Un projet de loi contenant les modifications à apporter à la législation relative à la Banque pour la rendre conforme au Traité de Maastricht doit être soumis au Parlement avant la fin de l'année. Ce texte comprend des dispositions qui modifient le droit qu'a actuellement le ministre des Finances d'inviter le Gouverneur à le consulter ; précisent le rôle de la Banque à l'égard des systèmes de paiement ; autorisent la communication d'informations à la BCE ; mettent la Banque en mesure de se conformer aux exigences du Traité relativement à la collecte de données statistiques, ainsi qu'à l'application de réserves obligatoires et de ratios de liquidité pour le compte de la BCE.

8. BANQUE D'ITALIE

8.1 Objectifs et fonctions

Bien qu'il ne soit pas fixé d'objectif statutaire, la Constitution italienne spécifie que la République a le devoir de protéger l'épargne, ce qui implique que la Banque doit avoir pour objectif la stabilité monétaire.

Les principales fonctions de la Banque sont : l'émission de billets, la mise en oeuvre de la politique monétaire, la surveillance des banques et autres institutions financières, l'exercice du rôle d'agent financier de l'Etat et la gestion des réserves officielles, conjointement avec l'Office italien des Changes.

8.2 Instances dirigeantes

Les instances dirigeantes sont : en premier lieu, le Gouverneur, le Directeur Général et les deux Directeurs généraux adjoints, dont l'ensemble forme le Directoire ; en second lieu, le Conseil supérieur.

Le Directoire n'est pas un organisme collégial, car le Gouverneur y occupe une position prééminente. Les membres du Directoire

sont nommés à vie par le Conseil supérieur, avec l'approbation du gouvernement ; la même procédure s'appliquerait à leur révocation. Le Directoire est responsable de l'exécution des fonctions incombant à la Banque d'Italie et il n'est pas soumis aux instructions des autorités politiques dans le domaine monétaire.

Le Conseil supérieur se compose du Gouverneur, qui le préside, et de treize conseillers nommés par l'Assemblée générale des actionnaires pour trois ans. Les conseillers ne peuvent exercer de fonction politique. Le Conseil est chargé de l'administration de la Banque, mais il n'est pas habilité à s'occuper de la politique monétaire ou de la politique de change, ni des questions relatives au contrôle des banques.

8.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

Les objectifs annuels de la politique monétaire sont fixés par le Gouverneur et approuvés officiellement par le gouvernement. Il n'est jamais arrivé que les objectifs proposés par le Gouverneur aient été rejetés.

La Banque a toute liberté pour déterminer les instruments nécessaires à l'application de la politique monétaire. Un pas important a été franchi dans ce sens quand elle a reçu, en février 1992, le droit de fixer le taux d'escompte en toute indépendance.

La principale forme de concours à l'Etat est un découvert autorisé sur le compte courant du Trésor dans la limite de 14 % du total des dépenses prévues dans la loi de finances. Au-delà de cette limite et dans le cas où ses besoins de financement vont à l'encontre des objectifs de la politique monétaire, le Trésor ne peut obtenir qu'une "avance exceptionnelle", sur autorisation donnée par le Parlement dans une loi spécifique (cela n'est arrivé qu'une fois, en janvier 1983).

La Banque agit dans le cadre du régime de change fixé par le gouvernement, mais elle a toute liberté dans la conduite des opérations sur le marché des changes.

8.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

Le Trésor a droit de supervision sur l'émission des billets, l'administration de la Banque et sur ses comptes. Un représentant du Trésor assiste aux séances du Conseil, et les conclusions de celui-ci ne prennent effet que si le Trésor n'y fait pas opposition dans les cinq jours. Le Gouverneur peut être invité à se présenter devant des commissions parlementaires pour y faire un compte rendu sur la conduite de la politique monétaire. La Banque publie un Rapport annuel et divers autres documents.

8.5 Changements institutionnels en perspective

En 1993, le gouvernement a soumis au Parlement un projet de loi pour la réforme du système du découvert ; ce texte prévoit la suppression de toute forme d'avances au Trésor, la conversion de la dette existant au titre du découvert en titres publics à échéance déterminée et la création d'un compte rémunéré du Trésor à la Banque, dont le solde devra toujours être positif. Le projet transfère aussi à la Banca d'Italia le pouvoir de

modifier le coefficient de réserves obligatoires, coefficient qui a d'ailleurs été réduit à la suite d'une première réforme du système. Les autres changements institutionnels qu'impose le respect des critères fixés par le Traité de Maastricht sont examinés conjointement par la Banque d'Italie et par le Trésor.

9. L'INSTITUT MONETAIRE LUXEMBOURGEOIS

9.1 Objectifs et fonctions

Le Luxembourg est lié à la Belgique par une union économique comportant une association sur le plan monétaire, régime qui remonte à 1922. L'Institut monétaire luxembourgeois (IML), créé en 1983, n'a pas au stade actuel toutes les attributions d'une banque centrale de plein exercice, puisque la Banque Nationale de Belgique remplit un certain nombre de fonctions pour les deux Etats membres de l'association.

L'IML est chargé d'émettre les billets et les monnaies divisionnaires ; d'oeuvrer pour la stabilité de la monnaie, notamment en veillant au bon fonctionnement des marchés financiers ; d'exécuter les obligations et d'exercer les droits qui découlent des accords internationaux dans le domaine monétaire et financier ; d'assurer le contrôle prudentiel du secteur financier.

9.2 Instances dirigeantes

Les instances dirigeantes de l'IML sont la Direction et le Conseil.

La Direction est un organe collégial, comprenant le Directeur général et deux administrateurs. Ils sont nommés par le Grand-Duc, sur proposition du Conseil des ministres, pour une durée renouvelable de six ans. Organe exécutif de l'IML, la Direction est responsable de l'accomplissement des missions assignées à celui-ci. S'il y a désaccord fondamental entre le gouvernement et la Direction sur la politique suivie par l'IML et la manière dont il exerce ses fonctions, le gouvernement peut, avec l'accord du Conseil de l'IML, proposer au Grand-Duc la révocation collective, et seulement collective, de la Direction. Sous cette réserve, les membres de la Direction ne sont pas soumis aux instructions des autorités politiques.

Le Conseil comprend sept membres nommés par le Conseil des ministres pour une durée renouvelable de quatre ans. Il donne des lignes directrices et formule des avis sur des activités déterminées de l'IML, il approuve les comptes annuels et le budget de l'Institut, mais il n'a pas compétence en matière de contrôle prudentiel. Les membres du Conseil ne reçoivent pas d'instructions des autorités politiques.

9.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

C'est au gouvernement qu'appartient le dernier mot pour les décisions relatives à la politique monétaire ou à la politique de change, et l'IML ne dispose que d'un petit nombre d'instruments d'action monétaire. Bien qu'il soit habilité à réglementer l'utilisation des ressources des banques libellées en francs luxembourgeois, l'IML n'a jamais fait usage de cette possibilité.

9.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

La Direction de l'IML est tenue statutairement de soumettre à l'approbation du gouvernement le rapport annuel, les comptes financiers et le budget. Ces documents sont transmis au Parlement. Le commissaire aux comptes de l'IML, nommé par le gouvernement, rédige lui aussi un rapport annuel, qui est remis au Conseil de l'IML, au gouvernement et au Parlement. En outre, le Directeur général de l'Institut rencontre traditionnellement deux fois par an, pour un échange de vues, la Commission parlementaire des affaires budgétaires et financières.

9.5 Changements institutionnels en perspective

Le passage à la phase finale de l'UEM entraînera des modifications substantielles dans l'association monétaire avec la Belgique, l'IML devant assumer en totalité les fonctions d'une banque centrale du Luxembourg. Un projet de loi à cet effet est en préparation à l'IML.

10. BANQUE DES PAYS-BAS

10.1 Objectifs et fonctions

La mission statutaire de la Banque est de préserver la valeur de la monnaie. La stabilité des prix est ainsi, clairement, l'objectif de son action.

Les principales fonctions de la Banque sont d'émettre les billets de banque, de faciliter les transferts de fonds à l'intérieur et avec l'extérieur, de gérer les réserves officielles et de surveiller les banques et autres institutions financières.

10.2 Instances dirigeantes

Le Comité de direction et le Collège des censeurs sont les organes dirigeants de la Banque, tandis que le Conseil de la Banque est une instance consultative.

Le Comité de Direction se compose du Président, du Secrétaire et de Directeurs en fonction, au nombre de trois au moins (c'est le cas actuellement) et de cinq au plus. Ses membres sont nommés officiellement par la Couronne, sur proposition du Conseil des ministres, après désignation par le Comité de direction et le Collège des censeurs siégeant en commun. Leur mandat, renouvelable, est de sept ans. Toutes les décisions relatives à la politique de la Banque sont prises par le Comité de direction, qui a aussi l'entière responsabilité de l'administration de la Banque. Sauf cas de conflit majeur entre la Banque et le gouvernement, le Comité de direction n'est pas sujet aux instructions du gouvernement dans la conduite de la politique monétaire.

Le Collège des censeurs comprend douze membres, nommés par le ministre des Finances pour une durée renouvelable de quatre ans. Il supervise la gestion de la Banque ; il approuve le bilan annuel et le compte de profits et pertes. Un Commissaire de la Couronne contrôle les activités de la Banque pour le compte de l'Etat.

Le Conseil se compose de seize membres et du Commissaire de la Couronne, son rôle étant de donner des avis à la Banque et au ministre des

Finances sur la politique à suivre. Quatre de ses membres sont choisis par le Collège des censeurs en son sein ; les douze autres, nommés par la Couronne, sont des experts financiers et des représentants des entreprises et des syndicats.

10.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

La Banque a toute liberté dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire interne. Le ministre des Finances étant responsable devant le Parlement de la conduite de la politique monétaire, la Banque et lui doivent se consulter régulièrement.

En cas de conflit majeur, le ministre des Finances est autorisé à adresser au Comité de direction les directives qu'il juge nécessaires pour une bonne coordination de l'action de la Banque avec la politique monétaire et financière du gouvernement. Le Comité de direction, toutefois, peut formuler des objections à l'encontre de ces directives et en appeler à la Couronne. La décision de la Couronne ne peut être prise que par le Conseil des ministres réuni au complet. Si celui-ci estime que le Comité de direction doit se conformer aux directives du ministre, sa décision motivée, ainsi que les objections de la Banque, doivent être publiées au journal officiel ; un éventuel conflit de ce genre provoquerait très probablement une grave crise politique. Jusqu'à présent, cependant, le ministre des Finances n'a jamais exercé son droit statutaire d'adresser des directives ; au demeurant, cette procédure n'était considérée par le législateur, et n'a continué de l'être par le pouvoir politique, que comme l'ultime recours. En pratique, donc, la Banque jouit d'une grande indépendance et a l'entière liberté de mettre en oeuvre des mesures de contrôle monétaire, du type des réserves obligatoires, à condition que la profession bancaire ait été consultée.

La Banque a l'obligation d'accorder au Trésor, sur demande du ministre des Finances, une avance sur titres sans intérêt jusqu'à concurrence de 150 millions de florins. En outre, une convention est passée chaque année pour l'octroi de concours supplémentaires, d'un montant maximum déterminé et également garantis, auxquels le ministre peut recourir pour couvrir les besoins temporaires de trésorerie.

C'est le gouvernement qui décide, après consultation de la Banque, de la participation aux accords de change, ainsi que de l'acceptation de modifications des taux centraux. Dans le cadre des contraintes fixées par le SME, la Banque a toute liberté dans la détermination de la stratégie à adopter en matière de change et dans l'utilisation des moyens d'action à cet égard (taux d'intérêt, interventions, marge de fluctuation).

10.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

Le ministre des Finances est responsable envers le Parlement de la conduite de la politique monétaire. Comme l'impose la loi sur la Banque, le Comité de direction fait paraître chaque semaine une situation condensée de la Banque. Celle-ci, en outre, publie un Rapport annuel (incluant les comptes annuels) sur ses activités.

10.5 Changements institutionnels en perspective

Il est prévu d'ajouter à la loi sur la Banque un article spécifiant que toutes les opérations de la Banque devront, d'ici au début de la phase 2, être conformes à l'article 104 du Traité de Maastricht interdisant le "financement monétaire" de l'Etat. Les modifications à apporter à la législation seront probablement soumises au Parlement avant l'été de 1993. Pour répondre aux exigences du Traité, le droit reconnu actuellement au ministre des Finances de donner des instructions à la Banque sera supprimé avant la mise en place du SEBC. De plus, les procédures de nomination dans les organes dirigeants, la composition de ceux-ci et leur structure seront reconsidérées. Enfin, le gouvernement estime souhaitable de donner au Parlement la possibilité d'entendre le Président de la Banque au sujet des activités du SEBC, d'une manière s'inspirant des dispositions du Traité.

11. BANQUE DU PORTUGAL

11.1 Objectifs et fonctions

Les objectifs de la Banque sont le maintien de la stabilité monétaire interne et de la solvabilité extérieure de la monnaie nationale.

Ses principales fonctions sont : définir, conjointement avec le gouvernement, et mettre en oeuvre la politique monétaire et la politique de change ; détenir et gérer les réserves officielles ; être l'intermédiaire de l'Etat dans les relations monétaires internationales ; veiller à la stabilité du système financier national. De ce dernier point de vue, la Banque a la charge du contrôle des banques.

11.2 Instances dirigeantes

Les instances dirigeantes de la Banque du Portugal sont le Gouverneur et le Conseil d'administration. Le Gouverneur et les membres du Conseil sont nommés, pour une durée renouvelable de cinq ans, par le Conseil des ministres sur proposition du ministre des Finances. Les membres du Conseil ne reçoivent pas d'instructions du ministre des Finances, avec qui, toutefois, ils ont de fréquentes consultations. En outre, la loi déclare expressément que la Banque tient compte des lignes directrices définies par le gouvernement. Enfin, il existe un Comité de vérification des comptes et un Comité consultatif.

11.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

La formulation, tant de la politique monétaire que de la politique de change, s'effectue conjointement avec le gouvernement. La Banque est responsable de la mise en oeuvre de la politique monétaire et elle a toute liberté dans le choix de ses moyens d'action. Il faut toutefois faire une réserve importante touchant les mesures qui, aux termes de la loi, doivent être rendues publiques sous la forme d'Avis de la Banque du Portugal avant d'entrer en vigueur. Ces Avis doivent en effet être signés par le ministre des Finances.

La fixation du taux central de l'escudo dans le mécanisme de change européen est du ressort du gouvernement, qui, auparavant, se concertait avec la Banque. Celle-ci est responsable de l'application de la

politique de change et notamment de la gestion du taux de change à l'intérieur de la marge de fluctuation.

Il n'existe pas de disposition relative à la solution de conflits. Les principales fonctions de la Banque dont l'exercice pourrait théoriquement aller à l'encontre de la politique monétaire sont le contrôle prudentiel et le rôle de prêteur en dernier ressort. En outre, les statuts de la banque centrale n'excluent pas la souscription par celle-ci de bons du Trésor, dans des conditions fixées d'un commun accord avec le ministère des Finances.

11.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

Le Comité de vérification des comptes et le Comité consultatif contribuent pour une part importante à assurer la transparence. De plus, le Rapport annuel et les états financiers doivent être approuvés par le ministre des Finances, qui tient compte de l'avis du Comité de vérification des comptes. En outre, le Gouverneur est invité à se présenter devant les commissions parlementaires compétentes.

11.5 Changements institutionnels en perspective

Le seul changement dans les statuts envisagé dans l'immédiat est une disposition interdisant à la banque centrale de souscrire aux émissions de bons du Trésor. Au delà, l'indépendance sera renforcée dans le délai fixé par le Traité, ainsi qu'il a été prévu lors de la révision récente de la Constitution portugaise.

12. BANQUE D'ANGLETERRE

12.1 Objectifs et fonctions

Bien qu'il n'y ait pas d'objectifs statutaires explicitement fixés, la loi bancaire de 1987 assigne comme mission à la Banque, en sa qualité de responsable du contrôle des banques, de protéger les intérêts des déposants. En pratique, les principaux objectifs sont de maintenir l'intégrité et la valeur de la monnaie, de sauvegarder l'intégrité du système financier, ce qui inclut les dispositifs de paiement et de compensation, et de contribuer au bon fonctionnement et à l'efficacité du secteur financier.

En annonçant le 22 janvier 1993 la nomination de M. E.A.J. George au poste de Gouverneur, le chancelier de l'Echiquier a déclaré que la mission principale du nouveau Gouverneur serait "de soutenir le gouvernement dans sa détermination à obtenir une réduction durable du taux d'inflation, seul fondement solide d'une croissance prolongée et de la stabilité de l'emploi".

Les principales fonctions de la Banque sont : la mise en oeuvre de la politique monétaire, l'émission de la monnaie fiduciaire, la gestion des réserves officielles et le contrôle des banques.

12.2 Instances dirigeantes

L'organe dirigeant est le Conseil d'administration, qui comprend le Gouverneur, le Sous-gouverneur et seize administrateurs, dont quatre, au plus, peuvent occuper des fonctions de direction à la Banque.

Gouverneurs et administrateurs sont nommés par la Couronne, sur l'avis du Premier ministre. Le Gouverneur et le Sous-gouverneur ont un mandat renouvelable de cinq ans, tandis que celui des administrateurs, également renouvelable, est de quatre ans. Le Conseil a la charge des affaires de la Banque.

Les membres du Conseil ne sont pas soumis individuellement aux instructions des autorités politiques. Toutefois, le Trésor a légalement le pouvoir d'adresser des "directives" à la Banque, "dans l'intérêt général", après consultation du Gouverneur, encore que ce pouvoir n'ait jamais été invoqué officiellement.

12.3 Indépendance dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire et de la politique de change

Il incombe à la Banque de faire des recommandations sur la politique monétaire et d'appliquer la ligne de conduite arrêtée avec le gouvernement. C'est à ce dernier qu'appartient la décision finale dans les questions de politique monétaire. S'il y a conflit en la matière entre les points de vue respectifs de la Banque et du gouvernement, c'est l'opinion de celui-ci qui prévaut en fin de compte. La Banque a la faculté de faire connaître publiquement son point de vue.

Le principal instrument de la politique monétaire est le taux d'intérêt à court terme, sur lequel la Banque agit par ses opérations sur les marchés monétaires. La Banque a une grande latitude dans la conduite de ces opérations, mais l'objectif de taux d'intérêt est fixé par le gouvernement.

La Banque est l'agent financier de l'Etat ; elle accorde à certains moments des avances à court terme au Trésor, mais il arrive aussi que le Trésor ait un solde créditeur à la Banque. Aucune de ces activités, pas plus que l'exercice du contrôle des banques et la supervision de certains acteurs des marchés, ne contrarie de quelque manière que ce soit les fonctions de la Banque en matière de politique monétaire.

Les opérations sur le marché des changes sont effectuées par la Banque pour le compte de l'Etat, qui détient les réserves officielles. Mandatée à ce titre, la Banque opère dans le cadre des directives données par le Trésor.

12.4 Responsabilité et transparence vis-à-vis des institutions démocratiques

La Banque établit un Rapport annuel au Parlement, présentant les comptes, et un autre Rapport annuel retraçant ses activités de contrôle bancaire. En outre, elle publie régulièrement des bulletins dans lesquels est commentée l'évolution économique et financière, tandis que le Gouverneur se présente fréquemment devant des commissions parlementaires. Statutairement, toutefois, c'est le chancelier de l'Echiquier ou un autre ministre du Trésor qui répond de la Banque devant le Parlement.

Le Chancelier a présenté récemment de nouvelles mesures destinées à accroître la transparence de la politique monétaire. Ces mesures comprennent l'annonce d'un objectif chiffré du gouvernement en matière de taux d'inflation ; la publication par le Trésor de rapports mensuels sur les données relatives à la politique monétaire et la publication par la Banque d'un compte rendu trimestriel sur les progrès

accomplis dans la réalisation de l'objectif de taux d'inflation fixé par le gouvernement.

12.5 Changements institutionnels en perspective

Il n'est pas prévu de changements institutionnels autres que les mesures prises, comme on vient de le voir, dans le sens d'une plus grande transparence de la politique monétaire. Si le Royaume-Uni devait un jour participer à la phase 3 de l'UEM, cela imposerait une réforme institutionnelle.

ABREVIATIONS ET SYMBOLES

PAYS⁶

BE	Belgique
DK	Danemark
DE	Allemagne
GR	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IE	Irlande
IT	Italie
LU	Luxembourg
NL	Pays-Bas
PT	Portugal
UK	Royaume-Uni
US	Etats-Unis
JP	Japon

MONNAIES

ECU	écu
BEF	Franc belge/luxembourgeois
DKK	Couronne danoise
DEM	Deutsche mark
GRD	Drachme grecque
PTE	Escudo portugais
FRF	Franc français
NLG	Florin néerlandais
IEP	Livre irlandaise
ITL	Lire italienne
ESP	Peseta espagnole
GBP	Livre sterling
USD	Dollar des Etats-Unis
JPY	Yen japonais

⁶ Ainsi qu'il est d'usage dans la Communauté, les pays sont énumérés dans le Rapport suivant l'ordre alphabétique de leur nom dans la langue nationale.

AUTRES ABREVIATIONS

AELE	Association européenne de libre-échange
BCE	Banque centrale européenne
BRI	Banque des Règlements Internationaux
CEE	Communauté économique européenne
Conseil ECOFIN	Conseil des communautés européennes (affaires économiques et financières)
EEE	Espace économique européen
FECOM	Fonds européen de coopération monétaire
IME	Institut monétaire européen
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois
MCE	Mécanisme de change du Système monétaire européen
OCDE	Organisation de coopération et de développement économique
PIB	Produit intérieur brut
PNB	Produit national brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SME	Système monétaire européen
UEM	Union économique et monétaire

