

INSTITUT MONÉTAIRE EUROPÉEN

RAPPORT ANNUEL 1994

Avril 1995

© Institut monétaire européen, 1995

Boîte postale 10 20 31 D-60020 Francfort-sur-le-Main

Tous droits réservés. Sous réserve des droits accordés par la loi, aucune partie de la présente publication ne peut être ni reproduite, ni traduite, ni mise en mémoire dans un système de recherche documentaire ni transmise sous une forme quelconque et par quelque moyen que ce soit -procédé électronique ou mécanique, photocopie, enregistrement ou tout autre moyen- sans autorisation écrite préalable de l'Institut monétaire européen. Les photocopies à usage éducatif et non commercial sont cependant autorisées.

ISSN 1024 - 5529

Imprimé par Kern & Birner GmbH + Co., D-60486 Francfort-sur-le-Main

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS

CHAPITRE I : LA SITUATION ECONOMIQUE, MONETAIRE ET FINANCIERE DANS L'UNION EUROPEENNE

RESUME ET VUE D'ENSEMBLE

1	L'évolution économique, monétaire et financière dans l'Union européenne en 1993-1994	2
2	Perspectives et problèmes.....	4

A LES PRINCIPALES EVOLUTIONS DEPUIS LE DEBUT DE 1993

1	Le contexte macro-économique global	6
1.1	Les tendances générales dans les grandes puissances industrielles.....	6
1.2	L'évolution économique dans l'Union européenne.....	9
2	L'évolution des marchés financiers	16
2.1	L'évolution des marchés de change	16
2.2	L'évolution des marchés obligataires	21
2.3	L'évolution des autres marchés d'actifs.....	26
3	L'évolution des politiques économiques dans l'Union européenne.....	27
3.1	La politique budgétaire	27
3.2	La politique monétaire	31
3.3	L'articulation interne de la politique macro-économique	40
4	Perspectives et problèmes.....	42
4.1	Les perspectives	42
4.2	Les problèmes à affronter.....	45

B LES PROGRES VERS LA CONVERGENCE

1	Le rôle de l'IME dans l'évaluation du degré de convergence.....	49
2	La stabilité des prix	51
2.1	Les taux d'inflation en 1993-1994.....	51
2.2	Evaluation de la stabilité des prix	51
3	La viabilité des situations budgétaires	53
3.1	Les situations budgétaires en 1993-1994	53
3.2	Evaluation de la viabilité des situations budgétaires.....	53
4	La stabilité des taux de change.....	56
4.1	L'évolution des taux de change en 1993-1994.....	56
4.2	Evaluation de la stabilité des taux de change	56
5	La convergence des taux d'intérêt à long terme	58
5.1	Les taux d'intérêt à long terme en 1993-1994	58
5.2	Evaluation de la convergence des taux d'intérêt à long terme.....	58
6	La viabilité de la convergence globale	59

CHAPITRE II : LES ACTIVITES DU COMITE DES GOUVERNEURS ET DE L'IME

INTRODUCTION : DU COMITE DES GOUVERNEURS A L'IME

A LE ROLE ET LA STRUCTURE DE L'IME

1	Objectifs, missions et fonctions de l'IME.....	63
1.1	Le renforcement de la coopération entre banques centrales et de la coordination des politiques monétaires	63
1.2	La préparation de la mise en place du SEBC	64
1.3	La surveillance du développement de l'écu	65
1.4	Autres missions.....	65
2	L'organisation de l'IME.....	65
2.1	Le Conseil de l'IME	65
2.2	Le Président de l'IME	66
2.3	L'organisation interne de l'IME	66
2.4	Comités, sous-comités et groupes de travail	70
3	Les ressources financières de l'IME	71

B LES ACTIVITES DE L'IME

1	La coordination des politiques monétaires et des politiques de change.....	73
2	Les travaux de préparation de la Phase 3.....	74
2.1	La politique monétaire.....	74
2.2	La politique de change.....	76
2.3	Les problèmes de statistiques.....	76
2.4	Les systèmes de paiement.....	78
2.5	La préparation des billets de banque européens.....	79
2.6	La mise en place du SEBC.....	80
3	L'utilisation de l'écu et la surveillance du système de compensation et de règlement en écus.....	82
3.1	L'utilisation de l'écu privé en 1993 et 1994.....	82
3.2	La surveillance du système de compensation et de règlement en écus.....	86
4	La coopération entre les banques centrales.....	87
4.1	Les systèmes de paiement.....	87
4.2	Le contrôle des banques.....	91
5	Les autres missions.....	95
5.1	Les missions opérationnelles (SME/FECOM).....	95
5.2	Les fonctions consultatives.....	97
5.3	La coopération avec les autres institutions.....	98

CHAPITRE III : LES CARACTERISTIQUES INSTITUTIONNELLES DES BANQUES CENTRALES NATIONALES

INTRODUCTION

A LES STATUTS ET L'INDEPENDANCE

1	Les principaux changements institutionnels en 1993 et 1994	102
2	Les caractéristiques actuelles des banques centrales de l'Union européenne	104
3	Les modifications envisagées dans la législation	108

B LE FINANCEMENT MONETAIRE ET L'ACCES PRIVILEGIE

1	Remarques générales et rôle de l'IME	109
2	Le respect de l'interdiction des concours de la banque centrale au secteur public	109
3	Le respect de l'interdiction d'accorder un accès privilégié aux institutions financières	112

COMPTES ANNUELS DE L'IME

ANNEXE 1 : Les stratégies monétaires et les instruments de la politique monétaire dans les différents pays de l'Union européenne à l'heure actuelle

ANNEXE 2 : Règlement de procédure de l'IME

GLOSSAIRE

LISTE DES ABREVIATIONS

LISTE DES DOCUMENTS PUBLIES PAR L'IME

MEMBRES DU CONSEIL DE L'IME, MEMBRES DE LA DIRECTION DE L'IME ET DU COMITE FINANCIER, PRESIDENTS DES SOUS-COMITES ET DES GROUPES DE TRAVAIL

LISTE DES TABLEAUX, GRAPHIQUES ET ENCADRÉS

Tableaux

1	Solde des balances commerciales et des balances des opérations courantes dans l'IME	11
2	Prix, salaires et productivité dans les Etats membres de l'UE.....	14
3	Taux d'intérêt à long terme.....	22
4	Indicateurs budgétaires pour les Etats membres de l'UE	28
5	Agrégats monétaires - objectifs et fourchettes indicatives.....	33
6	Objectifs de taux d'inflation annoncés.....	38
7	Prévisions d'évolution des principales données économiques	43
8	Situation des finances publiques des Etats membres de l'UE.....	47
9	Indicateurs économiques et critères de convergence du traité de Maastricht.....	50
10	Part de chaque banque centrale dans les ressources financières de l'IME	72
11	Les marchés financiers de l'écu.....	83
12	Encours des prêts de la Communauté.....	97
13	Caractéristiques institutionnelles des banques centrales de l'Union européenne	105
14	Créances des banques centrales sur le secteur public	110
15	Stratégies, instruments et modalités de la politique monétaire dans les Etats membres	128
16	Caractéristiques des systèmes de réserves obligatoires dans les Etats membres	130

Graphiques

1	Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées	7
2	Croissance du PIB dans les Etats membres de l'UE.....	9
3	Position des monnaies dans le MCE	17
4	Taux d'intérêt à court terme	19
5	Rendements des obligations à 10 ans aux Etats-Unis et en Allemagne et écart entre ces rendements	24
6	Rendement des obligations à long terme.....	26
7	Recettes et dépenses publiques dans l'UE	29
8	Taux d'intérêt officiels ou directeurs dans les Etats membres de l'UE	32
9	Ecart entre le taux de marché de l'écu et le taux de l'écu-panier	85

Convention utilisée dans les tableaux :

« ... » Nul ou négligeables

« - » Chiffres non disponibles ou non applicable

Encadrés

1	Les mesures d'adaptation structurelle des marchés du travail	12
	Graphique : taux de chômage et croissance annuelle du PIB dans l'UE	
	Tableau : structure du chômage	
2	Les différences entre pays dans le processus de transmission des impulsions monétaires.....	36
3	La situation économique des pays nouvellement entrés dans l'Union	41
	Tableau : principaux indicateurs économiques pour les nouveaux Etats membres	
4	La stabilité des prix	52
5	Les finances publiques.....	54
6	La stabilité des taux de change.....	57
7	Les taux d'intérêt à long terme.....	59

AVANT-PROPOS

Avec son premier Rapport annuel, qui est adressé au Parlement européen, au Conseil, à la Commission et au Conseil européen, l'Institut monétaire européen (IME) vise à faire le point dans tous les domaines relevant des fonctions qui lui incombent, en vertu du traité ayant institué la Communauté européenne, et à donner au public au sens large un aperçu général de ses conceptions et de ses activités. Conformément à l'article 11 des statuts, ce rapport brosse le tableau de la situation monétaire et financière dans la Communauté, avant de décrire les activités de l'IME et de présenter ses comptes annuels. De plus, il examine les progrès qui ont été accomplis dans le sens de la convergence, l'état des travaux préparatoires à la phase 3 et les caractéristiques institutionnelles des banques centrales nationales ; l'IME s'acquitte ainsi des obligations informationnelles que lui impose l'article 7 de ses statuts. On notera enfin que le Rapport annuel de cette année couvre à la fois 1993 et 1994, pour la raison que l'IME a repris les fonctions du Comité des gouverneurs de banques centrales de la Communauté européenne, à compter du 1er janvier 1994, et qu'il n'a pas été publié de rapport du Comité pour l'année 1993. Conformément à l'usage pour les rapports annuels, le texte ne couvre pas les événements intervenus après le 31 décembre 1994 ; les faits qui, comme le réaligement de début mars 1995 dans le MCE, se situent hors de la période sous-revue, ne sont pas traités dans le rapport.

Le chapitre premier du présent rapport décrit et analyse les faits marquants de l'évolution économique, financière et monétaire dans l'Union européenne, en mettant particulièrement en lumière les conséquences qu'ils peuvent avoir pour la réalisation et le maintien de la stabilité des prix. Tout compte fait, il apparaît que des progrès notables ont été accomplis dans cette voie durant les deux années passées. Cependant, d'importants problèmes subsistent. Tout d'abord, la stabilité des prix n'a pas encore été atteinte dans l'Union européenne considérée globalement et, dans la période actuelle de reprise générale de l'activité, il deviendra peut-être beaucoup plus difficile de faire de nouveaux progrès en ce sens. Aussi les autorités monétaires doivent-elles rester vigilantes. En second lieu, la situation des finances publiques dans beaucoup d'Etats membres demeure un sérieux sujet de préoccupation. Des mesures énergiques devront être prises à l'effet de réduire les déficits budgétaires et de ramener la dette publique à des niveaux tolérables. L'assainissement à moyen terme des finances publiques doit avancer à un rythme satisfaisant et il faut qu'il privilégie nettement le resserrement des dépenses. Cela est encore plus vrai dans les pays où le dosage global de la politique économique représente une contrainte excessive pour une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix. La période à venir revêtira une importance particulière, car elle sera déterminante pour la première évaluation officielle des degrés de convergence, qui doit être effectuée dans le courant de 1996 par l'IME et par la Commission, indépendamment l'un de l'autre, conformément à l'article 109j(1) du traité.

Le chapitre II décrit le rôle de l'IME dans le domaine de la coopération et de la coordination durant la phase 2 et dans les travaux préparatoires à la phase 3. Dans la phase 2, l'IME a pour tâche de renforcer la coordination des politiques monétaires des Etats membres vers le même objectif : assurer la stabilité des prix. Dans l'exercice de ses fonctions, il offre un lieu de rencontre pour les consultations et les échanges de points de vue et d'informations sur les questions de politique monétaire, étant entendu que la conduite de cette politique reste l'apanage exclusif des autorités nationales. En ce qui concerne les travaux de préparation de la phase 3, le traité établissant la Communauté européenne demande à l'IME de préparer et de spécifier, d'ici à la fin de 1996 au plus tard, les conditions requises, sur le plan des réglementations, de l'organisation et de l'infrastructure, pour que le Système européen de banques centrales puisse remplir ses missions. Considérant la gamme très étendue des questions à aborder dans le détail et le temps limité dont il dispose pour les

travaux préparatoires, le Conseil de l'IME a structuré son activité autour d'un programme général qui lui sert de guide pour organiser, surveiller et évaluer les activités du personnel, des sous-comités et des groupes de travail.

Le chapitre III traite des caractéristiques institutionnelles des banques centrales nationales, en particulier au regard des dispositions du traité visant à assurer l'indépendance de ces dernières dans l'exercice de leurs fonctions et leur assignant comme objectif premier la recherche de la stabilité des prix. On y expose les changements institutionnels qui sont intervenus en 1993 et 1994, les caractéristiques actuelles des banques centrales de l'Union et les modifications qu'il est prévu d'apporter à la législation dans ce domaine. Ce chapitre traite aussi du rôle de surveillance que joue l'IME, en ce qui concerne le respect par les banques centrales des dispositions du traité interdisant le financement monétaire du secteur public et l'accès privilégié de celui-ci aux institutions financières.

Si le Rapport aborde ainsi une large gamme de questions, c'est que l'IME doit s'acquitter de missions multiples et que son programme de travail pour les années à venir est particulièrement chargé. Pour satisfaire aux exigences posées par le traité, il faudra une grande volonté de service, voire beaucoup de dévouement, de la part des banques centrales nationales et de ceux de leurs agents qui siègent dans les sous-comités et groupes de travail de l'IME, mais aussi du personnel même de l'Institut. A tous, et en tout premier lieu aux membres du Conseil de l'IME, je tiens à exprimer ma gratitude pour le travail accompli pendant les deux années passées, en particulier l'an dernier, lors de la phase de mise en place de l'institution. Depuis que, en novembre 1994, il a quitté sa base provisoire de Bâle pour s'installer dans ses locaux de l'« Eurotour » de Francfort et qu'il a procédé à des recrutements supplémentaires, l'IME est en mesure de s'acquitter efficacement des missions qui lui sont confiées par le traité établissant la Communauté européenne.

A. LAMFALUSSY
Président

Frankfurt, 7 mars 1995

CHAPITRE I

LA SITUATION ÉCONOMIQUE, MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE DANS L'UNION EUROPÉENNE

RÉSUMÉ ET VUE D'ENSEMBLE

1. L'évolution économique, monétaire et financière dans l'Union européenne en 1993-1994

En 1993, une récession a frappé la plupart mais non la totalité des douze pays membres de l'Union européenne, avec une baisse de 0,3 % du PIB global, alors que 1994 a vu l'économie se redresser pour atteindre un taux de croissance estimé à 2,6 %. Grâce au rythme rapide de l'expansion à l'extérieur de la zone, les échanges avec l'étranger ont apporté une contribution largement positive à l'activité dans beaucoup de pays membres, atténuant ainsi les effets de la récession et stimulant notablement la croissance en 1994. Par suite, le solde extérieur de l'Union s'est nettement amélioré en 1993 et de nouveaux progrès, plus modestes, ont été enregistrés en 1994. La demande intérieure, faible en 1993, s'est redressée en 1994 parallèlement à la reprise conjoncturelle. Outre le développement général de l'activité, on a observé dans l'Union, cette dernière année, une synchronisation des rythmes de croissance individuels bien plus grande qu'en 1993 : pour la première fois depuis 1989, la croissance économique a été présente dans tous les pays de l'Union.

Le taux moyen de hausse des prix à la consommation dans l'Union européenne est tombé de 4,3 % en 1992 à 3,1 % en 1994, poursuivant ainsi le mouvement de repli amorcé en 1991 ; on a observé également une nette convergence des taux d'inflation. Si la tendance à la baisse des taux d'inflation dans l'Union reflète la modération des salaires et l'importance des gains de productivité réalisés, on doit aussi attirer l'attention sur d'autres facteurs. Il s'est opéré notamment un changement significatif dans la conception qu'on se fait de la politique économique, la stabilité des prix étant maintenant considérée comme l'un des principaux objectifs de cette politique en général et l'objectif premier de la politique monétaire en particulier. De plus, la réalisation progressive du Marché unique a avivé la concurrence, et certaines réformes structurelles visant à améliorer la flexibilité des marchés du travail ont été mises en oeuvre.

Toutefois, si les progrès que les pays de l'Union européenne ont obtenus en matière de stabilité des prix ces deux dernières années sont notables, ils ne peuvent encore être considérés comme pleinement satisfaisants. Certes, divers pays (Belgique, Danemark, France, Irlande, Luxembourg, Pays-Bas et Royaume-Uni) ont atteint ou maintenu, en 1994, un taux annuel d'inflation compris entre 2 et 2,5 %, voire inférieur, mais l'Allemagne a enregistré une hausse des prix à la consommation de 3 %, tandis que l'Espagne, l'Italie et le Portugal sont restés dans une gamme de chiffres allant de 3,9 à 5,2 %. Quant à la Grèce, son taux d'inflation cette même année a été légèrement inférieur à 11 %.

Le taux de chômage, qui habituellement suit avec plus ou moins de retard la courbe de l'activité, a culminé en 1994, pour l'Union prise dans son ensemble, à près de 12 % avant d'amorcer un lent mouvement de baisse. Il subsiste à cet égard des différences considérables entre les pays, avec un trait commun, cependant : l'existence d'importants problèmes structurels. Toute une série de mesures ont déjà été mises en oeuvre dans les pays membres depuis les dernières années quatre-vingt, mais de nouvelles initiatives s'imposent du côté de l'offre.

La situation des finances publiques dans les pays de l'Union européenne a continué de se dégrader en 1993-1994, devenant ainsi un grave sujet de préoccupation. Après avoir représenté 5,0 % du PIB en 1992, le déficit des administrations publiques dans l'ensemble de l'Union a augmenté en 1993, en partie pour des raisons conjoncturelles, pour atteindre 6,0 % du PIB, niveau le plus élevé qu'on ait enregistré depuis la création de la CEE. Il n'a baissé que faiblement en 1994, revenant à 5,6 %, malgré l'amélioration de la situation économique. Selon certaines estimations, cette modeste réduction a eu des causes conjoncturelles plutôt

que structurelles. Globalement, le rapport de la dette publique brute au PIB a atteint près de 69 % en 1994, contre 61 % deux ans plus tôt, encore que l'importance du déficit et de la dette varie toujours beaucoup d'un pays à l'autre.

Le rythme d'expansion monétaire a été modéré, certes, au niveau de l'Union, mais assez différent suivant les pays et il a posé parfois des problèmes d'interprétation aux autorités monétaires. En Allemagne, où la Banque fédérale a continué en 1993-1994 d'être guidée par un objectif intermédiaire de masse monétaire incarné par M3, on a estimé au total que la rapidité de la croissance monétaire pouvait s'expliquer en grande partie par des facteurs exceptionnels ou temporaires, ce que confirme, d'ailleurs, l'évolution monétaire à la fin de 1994.

La conduite de la politique monétaire est devenue plus difficile pour les participants au MCE du fait de l'instabilité des changes. L'année 1993, en particulier, a été marquée par la persistance des turbulences que le Mécanisme de change européen avaient connues depuis la fin de l'été 1992. En août 1993, au vu de la pression considérable qu'exerçait le marché, les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale de l'Union européenne prirent la décision d'élargir les marges de fluctuation du MCE, tout en confirmant les parités centrales en vigueur. Aussitôt après, toutes les monnaies qui participaient antérieurement au mécanisme à marge étroite se traitèrent au-dessous de leur ancienne limite inférieure contre deutschemark (à l'exception du florin, qui maintient une marge étroite vis-à-vis de la monnaie allemande), mais assez rapidement elles se redressèrent en direction de leurs parités centrales. La peseta et l'escudo (qui avaient été dévalués au premier semestre de 1993) se sont maintenus au-dessus de leurs anciennes limites. Dans l'ensemble, les banques centrales des pays participant au MCE ont usé avec prudence de la souplesse donnée par le nouveau régime : elles ne l'ont fait que pour gérer de brèves périodes de tension sur les marchés. Néanmoins, l'élargissement des marges s'est révélé un bon moyen de dissuader les assauts spéculatifs et d'alléger les contraintes que ceux-ci font peser sur la politique monétaire. De ce fait, à la fin de 1993 et durant la majeure partie de 1994, le MCE a fonctionné à peu près sans à-coups, sans subir de fortes tensions.

Les monnaies des pays de l'Union européenne ne participant pas au MCE ont montré une moins grande stabilité. Sur l'ensemble de la période considérée, la lire et la drachme se sont affaiblies vis-à-vis des monnaies participantes les plus fermes, ce qui s'explique, entre autres facteurs, par les préoccupations que suscitaient l'orientation de la politique budgétaire, les perspectives en matière d'inflation et, en Italie, les incertitudes politiques. A la fin de 1994, le cours du sterling contre deutschemark était à peu près à son niveau de fin 1992. Les banques centrales de ces pays ont eu tendance à axer directement leur stratégie monétaire sur le niveau de l'inflation interne, tout en tenant compte des indicateurs liés à celle-ci et sans négliger l'importance de la stabilité du taux de change.

Alors que, en 1993, le climat des marchés obligataires était à l'optimisme, avec la baisse des rendements à long terme et le resserrement des écarts entre pays, les débuts de l'année 1994 ont été marqués par un retournement spectaculaire des anticipations. Les rendements ont monté très sensiblement dans tous les pays industrialisés et, malgré le déphasage conjoncturel entre les Etats-Unis et l'Europe, les marchés obligataires de ces deux zones ont évolué en parallèle. Au sein de l'Union, toutefois, des facteurs nationaux spécifiques ont manifestement joué aussi un rôle important, comme le montre l'accroissement substantiel des écarts de rendement entre certains marchés.

Les conséquences pour la politique monétaire de l'évolution des marchés obligataires dépendent de l'importance respective des diverses causes de la progression des rendements nominaux : hausse des taux d'intérêt réels (sans prise en compte du risque), montée des anticipations inflationnistes ou augmentation des primes de risque. Si la plupart des banques centrales ont jugé qu'il n'y avait pas à craindre dans l'immédiat une remontée des taux

d'inflation, elles n'en ont pas moins vu dans la hausse des rendements obligataires à long terme le signe de réelles inquiétudes pour l'avenir sur les marchés, notamment quant aux situations budgétaires, mais aussi de l'attention accrue portée aux bilans des différents pays, dans la longue durée, en matière de stabilité du taux de change et des prix.

Face à ces évolutions économiques et financières, les banques centrales n'ont jamais perdu de vue qu'il importait de souligner qu'elles conduisaient avec constance une politique monétaire axée sur la stabilité, après avoir annoncé clairement les objectifs poursuivis et les hypothèses sous-jacentes, et qu'elles n'hésiteraient pas à agir si la réalisation des objectifs était compromise. Dans cet esprit, les banques centrales de l'Union ont jugé bon, pendant la majeure partie des années 1993-1994, de maintenir leur politique de réduction progressive des taux d'intérêt officiels ou des taux directeurs, laissant ainsi baisser le coût de l'argent à court terme jusqu'à l'été de 1994. Au second semestre de cette même année, cependant, quelques pays ont commencé de relever les taux d'intérêt, soit parce que la poursuite du processus de désinflation était devenue moins certaine, soit pour faire face aux menaces qui paraissaient peser sur la stabilité des prix.

Rétrospectivement, le retour à la stabilité des changes, en particulier à l'intérieur du MCE, joint à la poursuite de la tendance au recul de l'inflation à travers l'Union et au resserrement des écarts entre les pays, autorise à penser de prime abord que le cours des politiques monétaires nationales a été, d'une manière générale, approprié à la situation. Il va sans dire que, pour porter une appréciation de ce genre, on doit aussi tenir compte des perspectives d'inflation. Dans ce contexte, la politique monétaire a couru de nouveau le risque d'être surchargée quand les autres volets de la politique économique ne contribuaient pas suffisamment à la stabilité des prix à moyen terme et, par conséquent, à celle des marchés financiers. A cet égard, les politiques budgétaires ont porté une bonne part de responsabilité.

2. Perspectives et problèmes

Telle que la situation se présentait à la fin de 1994, les perspectives globales de croissance en 1995 se sont encore manifestement améliorées, tant pour les douze pays déjà membres de l'Union européenne que pour les trois nouveaux entrants. Le rythme de l'activité économique augmente plus qu'on ne s'y attendait et le chômage a cessé de s'accroître. En même temps, le compte extérieur de l'Union devrait continuer de s'améliorer. Il y a cependant des ombres au tableau : l'ampleur du chômage structurel, le niveau des déficits budgétaires et de l'endettement public demeurent des problèmes majeurs.

Le fait que le taux d'inflation doive, selon les prévisions, tomber en 1995 en deçà de 3 % est lié, dans une certaine mesure, à la dernière récession, celle-ci ayant fait apparaître dans plusieurs pays d'importants écarts de la production par rapport au potentiel. Certes, il se peut aussi que la flexibilité des salaires ait augmenté, dans certains pays, à la suite d'accords entre les partenaires sociaux ou de mesures de réforme du marché du travail intervenus récemment. Cependant, la prévision concernant le taux d'inflation est grevée d'éléments d'incertitude qui imposent aux banques centrales d'être vigilantes dans la politique des taux d'intérêt, afin non seulement de préserver les acquis dans la stabilité des prix, mais aussi de permettre la réalisation de nouveaux progrès dans les pays où l'inflation est encore relativement forte. Des mesures restrictives ont été prises à titre préventif dans certains pays membres.

D'une manière plus générale, il faut que la progression des salaires reste modérée et que des mesures d'ajustement structurel énergiques soient prises - notamment pour l'assainissement des finances publiques - si l'on veut que la reprise soit plus durable et ne risque pas de relancer l'inflation. On ne doit pas surestimer la marge de manoeuvre disponible pour les hausses de salaires et les efforts d'assainissement des finances publiques doivent

être poursuivis résolument dans une période où le redressement conjoncturel tend à occulter les problèmes structurels sous-jacents. La reprise offre la possibilité de prendre les mesures d'ajustement budgétaire qui s'imposent tout en réduisant au minimum les coûts de cette rigueur sur le plan social. Or, à défaut d'efforts soutenus pour réduire les déficits publics structurels, aucun progrès durable ne peut être accompli dans le sens d'une situation budgétaire viable dans l'Union et d'un meilleur équilibre de la politique économique. Il est indispensable, en particulier, que les engagements figurant dans les programmes de convergence soient respectés, l'accent devant être mis à cet égard sur la réduction des dépenses publiques plutôt que sur l'accroissement des recettes. L'assainissement des finances publiques s'impose encore plus dans les pays où la politique monétaire est sollicitée à l'excès. Il est urgent également de prendre des mesures pour réformer les marchés du travail. On peut d'ailleurs attendre de ces réformes qu'elles facilitent la poursuite de la stabilité des prix.

L'obtention d'un degré élevé de convergence durable sera d'une importance capitale. Il faut rappeler en particulier, par référence au traité de Maastricht sur l'Union européenne, que les pays entrant dans l'Union économique et monétaire doivent remplir à l'avance les conditions requises pour l'adoption d'une monnaie unique. Les critères de convergence, qu'on examinera, portent sur la stabilité des prix, la viabilité de la situation des finances publiques, la stabilité des taux de change et la convergence des taux d'intérêt à long terme, même si d'autres facteurs encore seront pris en considération. D'une manière générale, on peut dire que, si des progrès notables ont été faits sur la voie de la stabilité des prix, il subsiste des déficiences et que, à l'heure actuelle, la plupart des pays de l'Union européenne ne seraient pas admis à entrer dans l'Union monétaire, cela, dans la majorité des cas, à cause de la situation de leurs finances publiques. Cependant, si l'on s'attaque efficacement aux problèmes structurels et conjoncturels de l'heure, la convergence des économies au sein de l'Union fera de nouveaux progrès.

A. LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DEPUIS LE DÉBUT DE 1993

1. Le contexte macro-économique global

1.1 Les tendances générales dans les grandes puissances industrielles

Les situations conjoncturelles

On observe un contraste très net, dans l'évolution du cycle économique international, entre 1993, année marquée par un déphasage conjoncturel important entre les grands pays industriels, et l'année 1994, durant laquelle les taux de croissance ont tendu à se rapprocher (voir le graphique 1). Les États-Unis, premier pays à être entré dans la récession, ont connu, depuis qu'ils ont touché le creux du cycle en 1991, une croissance soutenue. Avec un PIB en hausse de 4,0 % en 1994, l'économie américaine tourne à la limite, ou presque, de ses capacités. Les composantes les plus dynamiques de l'expansion sont la consommation des ménages et l'investissement, qui ont dépassé leurs taux de progression tendanciels sur longue période, entraînant ainsi un accroissement rapide des importations et, par suite, le gonflement du déficit de la balance commerciale.

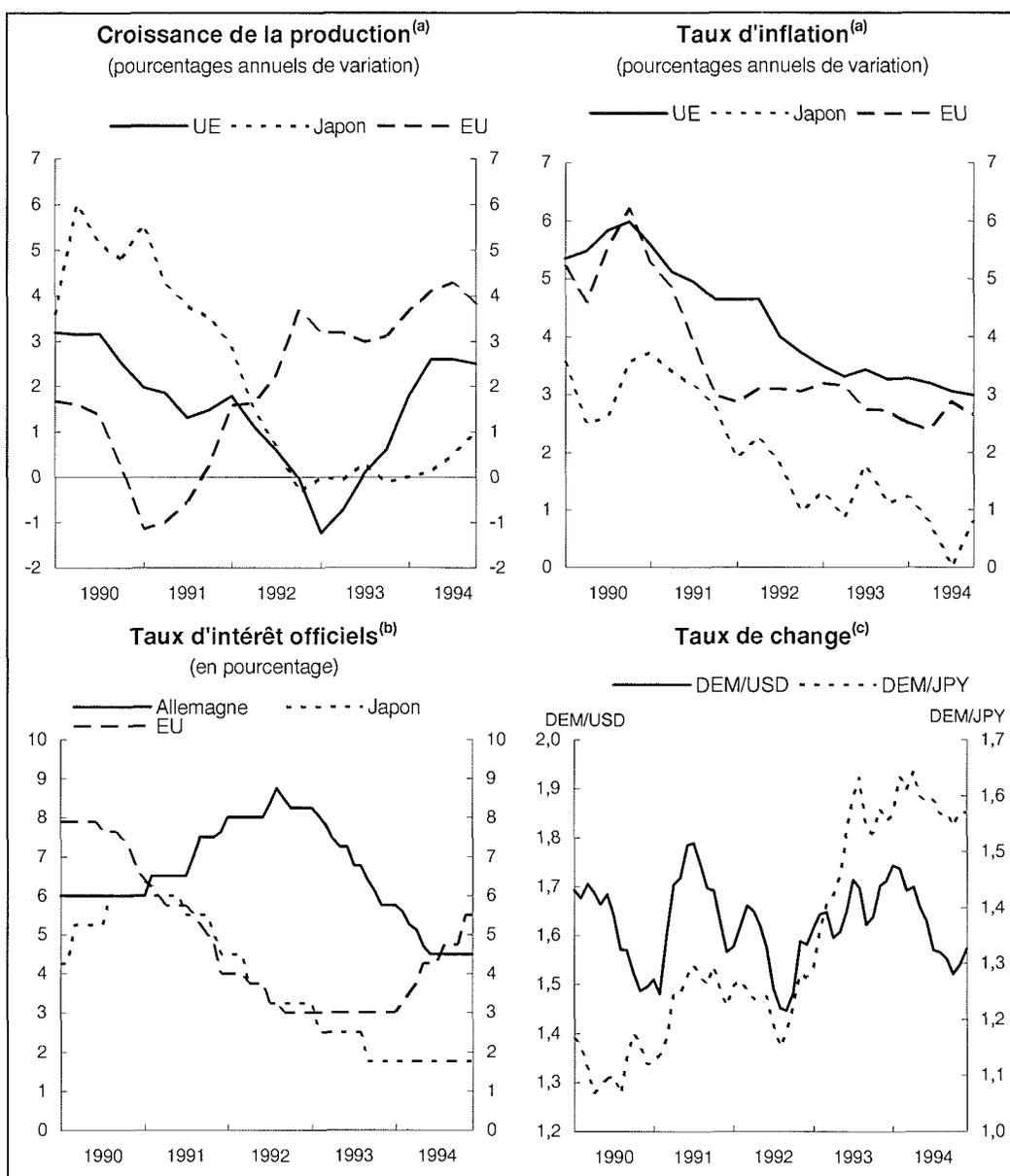
Dans l'Union européenne, considérée globalement, la croissance de la production a commencé de se ralentir en 1990 pour toucher son niveau le plus bas dans les premiers mois de 1993. Cette tendance générale recouvre toutefois des évolutions contrastées. Au Royaume-Uni, où la production a diminué de la mi-1990 à la mi-1992, l'économie a retrouvé le chemin de la croissance dans le courant de 1992. Dans la plupart des autres pays de l'Union, le déroulement du cycle, tant dans sa chronologie que dans son intensité, a été fortement affecté par les retombées du boum économique consécutif à l'unification de l'Allemagne. Comme on le verra plus loin au paragraphe 1.2, la contraction de la production en 1993 a été suivie d'une reprise plus forte que prévu en 1994.

Parmi les grandes puissances économiques, l'une des dernières à être entrée dans la récession est le Japon. La dégradation du moral des consommateurs et des entreprises, mais aussi, pour une part, la hausse du taux de change réel du yen y ont pesé lourdement sur la consommation des ménages et l'investissement en 1993 ; la croissance de la production est restée en 1994, avec un chiffre de 1,0 %, très inférieure à son taux tendanciel.

Dans un certain nombre de pays, la dernière récession a été caractérisée notamment par une certaine fragilité financière : aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Japon et dans certains autres pays, la durée et l'ampleur du marasme économique ont été aggravées par les efforts des ménages, des entreprises et des institutions financières pour corriger les déséquilibres de leurs structures de bilan.

Graphique 1

**Principales évolutions dans
les grandes économies industrialisées**



Source : données nationales.

(a) Données trimestrielles.

(b) Taux d'escompte pour l'Allemagne et le Japon, objectif de taux des « fonds fédéraux » pour les Etats-Unis.

(c) Deutschemarks par dollar et par 100 yens.

L'évolution de l'inflation et les politiques monétaires

En 1993 et 1994, les taux d'inflation annuels ont baissé dans les grandes puissances industrielles. Aux Etats-Unis, avec un chiffre en deçà de 3 % pour chacune des deux années, le rythme de hausse des prix a été l'un des plus faibles depuis la fin de la guerre, encore qu'on ait observé des fluctuations d'un trimestre à l'autre. Les autorités de la Réserve fédérale ont durci les conditions monétaires en février 1994, pour la première fois en cinq ans, face aux craintes d'un développement sous-jacent des tensions inflationnistes. Entre février et décembre 1994, le taux au jour le jour a été relevé à six reprises ; les premières fois, les autorités ont opté pour des augmentations relativement faibles (d'un quart de point chacune),

mais celles-ci n'ont apparemment pas rassuré les marchés. La hausse de trois quarts de point décidée à la mi-novembre 1994 a porté le taux de l'argent au jour le jour à 5,5 % (contre 3 % au début de février 1994) ; c'est l'une des plus fortes qu'on ait connues depuis la guerre et elle semble avoir renforcé la conviction des marchés financiers quant à l'orientation anti-inflationniste de la politique des autorités monétaires.

Dans l'Union européenne, le taux moyen d'inflation n'a cessé de diminuer. En 1994, il s'est établi aux environs de 3 %.

Au Japon, la politique monétaire a commencé d'être assouplie dans les premiers mois de 1991 et le taux d'escompte a été maintenu à 1,75 % à partir de septembre 1993. Avec la faiblesse de la demande intérieure et la forte montée du yen, le taux d'inflation a été de 1,3 % en 1993 (contre 1,7 % l'année précédente) et il a encore baissé en 1994. Afin de relancer l'activité économique, les autorités monétaires ont adopté une orientation très libérale, encore que la hausse du taux de change réel du yen en 1994 ait annulé en partie les effets du bas niveau des taux d'intérêt nominaux.

L'évolution des taux de change

Sur les marchés de change, les années 1993 et 1994 ont été caractérisées par la relative faiblesse du dollar vis-à-vis du yen et, en 1994, à l'égard de toutes les monnaies, ainsi que par un renforcement très net du yen. Durant ces deux années, le taux de change effectif de la monnaie américaine s'est déprécié en termes nominaux de 5 % environ, alors que la devise japonaise s'est appréciée de quelque 30 % ; les variations de leurs taux de change réels ont été à peu près du même ordre. Dans une perspective à moyen terme, cette double évolution pourrait contribuer à réduire le déséquilibre des échanges entre les deux pays en rendant plus concurrentiels les produits et services américains. A court terme, en revanche, elle a encore accentué l'orientation existante de la conjoncture dans chacune des deux économies.

Vis-à-vis du deutschemark, le dollar avait regagné 7 % environ en 1993, mais il a perdu quelque 10 % l'année suivante. La hausse initiale de la monnaie américaine était liée en partie au changement intervenu dans les anticipations relatives aux écarts de taux d'intérêts à court terme, après que la Banque fédérale d'Allemagne eut engagé une série de réductions de ses taux et amené ainsi les opérateurs des marchés à prévoir une diminution progressive de l'écart entre les deux pays. Par la suite, toutefois, le resserrement monétaire opéré par la Réserve fédérale en février 1994 attira l'attention sur la vigueur inattendue de la croissance et ne parvint pas à tempérer les anticipations de remontée de l'inflation. Autre facteur important, la suspension temporaire des négociations commerciales entre les Etats-Unis et le Japon mit en évidence l'accentuation du déséquilibre extérieur américain. Le fait, enfin, que la reprise économique en Europe se soit révélée plus forte que prévu a contribué également à affaiblir le dollar. Un certain nombre de banques centrales sont intervenues ponctuellement sur les marchés de change en 1994, pour écrêter les fluctuations du dollar ou freiner sa baisse, et l'on a enregistré quelques épisodes d'interventions conjointes concertées.

Quant au yen, l'évolution de son cours contre deutschemark a connu deux grandes phases en 1993 et 1994. De janvier à août 1993, il a marqué une vive hausse, après quoi il s'est stabilisé autour du niveau de 1,60 deutschemark pour 100 yen, avec des fluctuations de faible importance. Vis-à-vis du dollar, il s'est fortement apprécié pendant toute la période, passant de JPY 125 pour un dollar en janvier 1993 à environ JPY 100 à fin 1994, cela malgré d'importants achats de dollars des autorités monétaires japonaises sur les marchés de change.

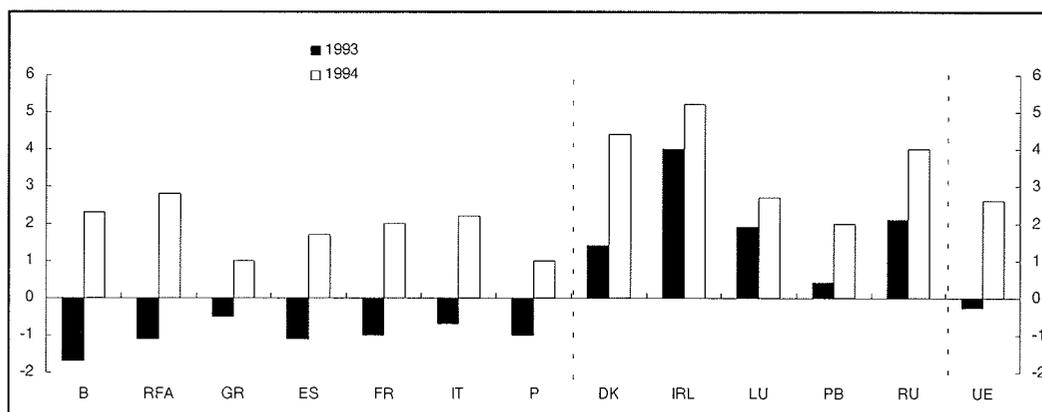
1.2. L'évolution économique dans l'Union européenne

Au niveau de l'Union prise dans son ensemble, la conjoncture de la période 1993-1994 s'est caractérisée par une récession suivie d'un retour à la croissance. Après plusieurs années consécutives de ralentissement de l'expansion dans les pays membres considérés collectivement, le niveau de l'activité économique en termes réels a bel et bien baissé, de 0,3 %, en 1993, le PIB diminuant ainsi pour la première fois en douze ans. En 1994, par contre, ce dernier devrait avoir augmenté, toujours pour l'ensemble de la zone, d'environ 2,6 %.

Replacées dans une perspective historique, ces évolutions montrent clairement que la dernière récession n'a pas été exceptionnellement sévère au regard des précédentes phases de recul de l'activité, bien que certains pays n'en aient pas connu d'aussi profonde depuis des dizaines d'années. La baisse du PIB a été de 1,3 % entre le point haut et le point bas du cycle, ce dernier ayant été touché au printemps de 1993. Par comparaison, le PIB de l'Union avait diminué de 1,4 % en volume au cours de la récession des premières années quatre-vingt et le recul avait été encore plus accentué en 1974-1975, avec un chiffre de 2,1 %. En ce qui concerne le rythme du redressement dans le cycle actuel, le taux de croissance de 2,6 % n'apparaît pas exceptionnel pour une première année de reprise. Si le rythme d'expansion a été lent pendant plusieurs années après la récession des premières années quatre-vingt, le taux moyen de croissance des pays de l'Union avait été de 4,5 % en 1976, première année de reprise après la phase antérieure de recul de l'activité.

La plupart des pays se sont trouvés en synchronisme conjoncturel, le profil de la courbe du PIB en volume suivant étroitement celui de l'Union prise dans son ensemble. Certains, cependant, ont fait contraste avec les autres, soit quant à l'amplitude du cycle, soit par son décalage dans le temps (voir le graphique 2).

Graphique 2 Croissance du PIB dans les pays membres de l'UE*
(pourcentages annuels de variation)



Source : données nationales

* Les chiffres agrégés au niveau de l'UE, ici et ailleurs dans le Rapport annuel, sont généralement calculés à l'aide des taux de change correspondant à la parité de pouvoir d'achat. Toutefois, les données relatives aux échanges reposent sur les taux de change observés effectivement en 1989. Les taux et les indices (à l'exception de l'indice des prix à la consommation) sont fondés sur les pondérations par le PIB de 1989.

En Belgique, en Allemagne, en Grèce, en Espagne, en France, en Italie et au Portugal, l'activité économique globale a diminué en 1993, mais elle s'est nettement redressée en 1994. Dans certains pays, la contribution positive du solde extérieur a joué un rôle particulièrement important dans l'évolution de la conjoncture pendant chacune de ces deux années. En 1993, l'orientation favorable des échanges a compensé en partie la faiblesse de la demande intérieure (atténuant ainsi la sévérité de la récession) ; l'année suivante, l'excellente tenue de la balance extérieure a fourni un apport significatif à la croissance. Dans ce contexte, tous les

pays en question ont profité de l'essor des échanges mondiaux en 1994, tandis que l'Espagne et l'Italie ont vu leurs exportations bénéficier aussi des gains de compétitivité ayant découlé de la forte dépréciation de leurs monnaies respectives dans la période 1992-1993.

La demande intérieure, qui avait été en 1993 une cause majeure de la faiblesse de l'activité réelle dans la plupart des pays considérés, a concouru à la croissance, dans une mesure assez réduite il est vrai, en 1994. Le moral des consommateurs, sérieusement touché par la récession et, dans certains pays, par les crises de change des années 1992-1993, a progressivement remonté au fil du temps. On a vu dès lors la consommation des ménages se redresser peu à peu et, corrélativement, le taux d'épargne diminuer. La formation de stocks, elle aussi, a notablement soutenu la croissance dans la plupart des pays considérés, mais l'investissement, pourtant en nette progression en 1994, n'a donné qu'une modeste impulsion à l'activité économique. De surcroît, et malgré l'importance des déficits budgétaires, la contribution directe de la consommation des administrations publiques à la croissance du PIB est restée faible, voire négative, dans la plupart des pays de ce groupe (voir le paragraphe 3.1 consacré à l'examen de la politique budgétaire).

Au Danemark, en Irlande, au Luxembourg, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, le taux de croissance est resté positif tout au long des deux années étudiées dans le présent Rapport, encore qu'on ait observé dans certains de ces pays, un ralentissement de l'activité au cours de l'année 1993. Le taux de croissance de l'Irlande a été, chaque année, le plus élevé des pays de l'Union, tandis que celui du Danemark a dépassé le chiffre moyen. Au Danemark, en Irlande et aux Pays-Bas le niveau de la demande intérieure n'a guère varié en 1993, ou il a même baissé, mais le solde des échanges a soutenu la progression du PIB. Dans le premier de ces pays, la rapidité de l'expansion pendant la période sous revue tient aussi à l'orientation de la politique budgétaire. Au Royaume-Uni, le taux de croissance du PIB a été positif pour chacune des deux années, après, il est vrai, une longue et profonde récession du milieu de 1991 et au milieu de 1992, liée à la situation financière difficile des agents du secteur privé et au niveau élevé des taux d'intérêt nominaux dans la période 1988-1990. La reprise, qui s'est amorcée au milieu de l'année 1992, doit être attribuée principalement au redressement de la consommation des ménages et elle a été fortement stimulée par le mouvement de baisse des taux d'intérêt qui avait commencé dès 1990. Le solde des échanges, qui avait soutenu l'activité pendant la phase descendante du cycle, a eu une influence beaucoup moins grande aux premiers stades de la reprise de 1993, car ceux-ci coïncidaient avec la dégradation de la conjoncture dans les pays d'Europe continentale. En 1994, toutefois, avec l'affermissement de la reprise, il a apporté une contribution de plus en plus importante à la croissance à mesure que la demande intérieure se trouvait freinée par l'orientation plus restrictive de la politique budgétaire.

L'année 1994 a été marquée aussi par une plus grande convergence des taux de croissance, les pays de l'Union, pour la première fois depuis 1989, affichant tous des chiffres positifs. L'écart type de ces taux, qui était de 2,3 % en 1991, est revenu à 0,7 % en 1994.

Avec son décalage conjoncturel par rapport aux pays tiers, l'Union a vu sa balance extérieure globale s'améliorer sensiblement en 1993 et la tendance s'est poursuivie en 1994, plus faiblement cependant (voir le tableau 1). La balance commerciale a évolué favorablement dans presque tous les pays de l'Union en 1993 et l'excédent global s'est accru en 1994, pour atteindre 1,3 % du PIB. Pendant les deux années, le déficit au titre des opérations invisibles a légèrement augmenté, passant de 0,6 % à 1 %, mais cela n'a pas empêché la balance des opérations courantes de devenir excédentaire, avec un solde positif de 0,2 et 0,4 % du PIB respectivement en 1993 et 1994.

En 1993, la balance commerciale s'est améliorée à proportion de plus de 2 % du PIB en Espagne, en Irlande et en Italie, ce résultat tenant à la fois aux gains de compétitivité et, particulièrement en Espagne et en Italie, à la faiblesse de la demande intérieure. En général,

l'amélioration enregistrée en 1994 n'a pas été du même ordre : les chiffres vont de 0,5 % à 1 % du PIB dans le cas de l'Allemagne, de l'Italie et du Royaume-Uni. Certains pays ont même vu leur balance commerciale se détériorer ou dégager un solde inchangé en 1994, en pourcentage du PIB, en raison de la vigueur de l'activité interne (encore qu'au Danemark la balance commerciale et la balance courante soient restées largement excédentaires).

Tableau 1 Soldes des balances commerciales et des balances des opérations courantes dans l'UE *
(en pourcentage du PIB)

	Balances commerciales				Balances des opérations courantes			
	1991	1992	1993	1994 ^(a)	1991	1992	1993	1994 ^(a)
UEBL	0,9	1,5	2,7	2,8	2,4	2,7	5,1	5,1
Danemark	3,2	4,8	5,6	3,5	1,7	3,4	4,1	1,9
Allemagne	0,8	1,1	2,0	2,6	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4
Grèce	-14,2	-14,5	-14,0	-14,0	-1,8	-2,2	-0,8	-0,2
Espagne	-6,5	-6,0	-3,9	-3,7	-3,0	-3,0	-0,6	-0,6
France	-0,4	0,5	1,3	1,2	-0,5	0,3	0,8	0,8
Irlande	7,0	11,2	15,0	15,6	3,3	4,8	7,6	6,1
Italie	0,0	0,3	3,3	4,0	-2,1	-2,3	1,2	2,0
Pays-Bas	3,7	3,6	2,8	2,9	2,7	2,3	3,0	3,0
Portugal	-10,0	-9,8	-9,2	...	-0,9	-0,1	-0,2	0,3
Royaume-Uni	-1,8	-2,2	-2,1	-1,7	-1,4	-1,6	-1,8	-0,4
UE (à 12) ^{(b)(c)}	-0,6	-0,3	0,9	1,3	-1,0	-0,9	0,2	0,4

Source: données nationales

* Chiffres faussés à partir de 1993 à cause du changement de méthode dans la collecte statistique

(a) Chiffres provisoires.

(b) Voir la note du graphique 2

(c) Y compris les échanges entre pays de l'UE.

Le fait que la récession n'ait pas frappé tous les pays membres au même moment, ni avec la même intensité, incite à penser que, si les taux de croissance se sont rapprochés en 1994, les marges de production inemployées sont restées très variables suivant les pays. Ces marges peuvent être mesurées, faute de mieux, par ce qu'on appelle l'« écart de production », à savoir la différence entre la production effective et la production potentielle, cette dernière correspondant au niveau auquel l'économie pourrait se maintenir durablement sans tendre à faire monter le taux d'inflation. Les estimations qu'on peut faire de cette grandeur sont entachées d'une large incertitude ; elles confirment néanmoins que, si les écarts de production des pays européens se sont un peu rapprochés en 1993 et en 1994, ils accusaient toujours des différences importantes.

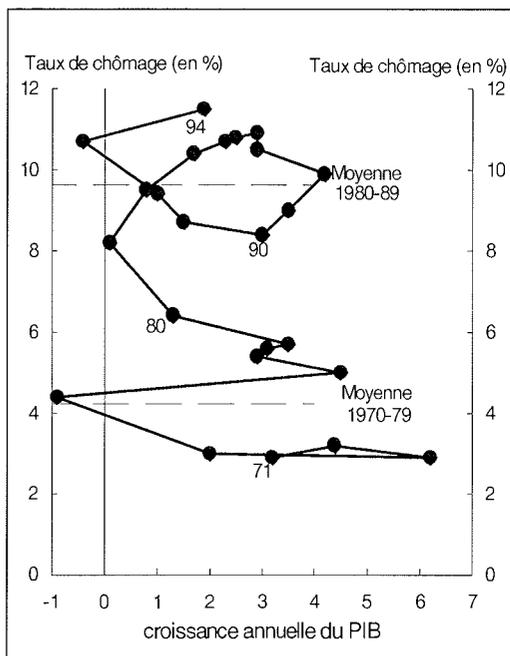
Le chômage, dont la courbe suit habituellement avec retard celle de l'activité, a atteint son point culminant en 1994, pour l'Union prise dans son ensemble, avec quelque 18 millions de sans-emploi, soit 12 % de la population active, avant de commencer à refluer, bien que lentement. Le taux de chômage de l'Union avait augmenté de plus de trois points au cours de la phase de dégradation de la conjoncture par rapport au chiffre de 8,3 % qui avait marqué son niveau le plus bas pendant la précédente phase d'expansion économique, celle des premières années quatre-vingt-dix ; il s'est stabilisé, ou a même amorcé une baisse, dans la plupart des pays membres au second semestre de l'an dernier. La situation restait toutefois très différente d'un pays à l'autre. A la fin de 1994, le taux de chômage ne se situait sous la barre des 10 % qu'en Belgique, en Allemagne, en Grèce, au Luxembourg, aux Pays-Bas, au Portugal et au Royaume-Uni.

Encadré 1 Les mesures d'adaptation structurelle des marchés du travail

L'ampleur que le chômage a atteinte en 1993-1994 dans la plupart des pays de l'UE, tant au regard de l'évolution passée que par comparaison avec les autres grands pays, représente pour les pays en question un gaspillage considérable de ressources et elle a de lourdes répercussions sur le plan social (et budgétaire) pour les Etats membres. De l'avis à peu près général, ce niveau élevé des taux de chômage doit être attribué surtout à la médiocrité des résultats obtenus en matière de création d'emplois, plutôt qu'à l'évolution de la population active. De 1980 à 1994, par exemple, il n'a été créé dans l'Union que quelque 3,5 millions de postes de travail, soit beaucoup moins qu'aux Etats-Unis (19,3 millions) ou au Japon (10,5 millions). Cet état de choses ne sera amélioré qu'au prix de réformes structurelles dans le fonctionnement du marché du travail. On pourrait aussi attendre de ces réformes qu'elles facilitent la poursuite de la stabilité des prix.

D'un pays européen à l'autre, les caractéristiques propres du marché du travail varient considérablement ainsi d'ailleurs que les données précises du problème du chômage (voir le tableau ci-dessous) de sorte que les priorités de la politique à mener au titre de la réforme ne sont pas les mêmes dans tous les pays. En outre, on ne pourra créer davantage d'emplois dans l'UE sans accroître la compétitivité, ce qui implique que l'action gouvernementale doit être centrée aussi sur les marchés de produits et, plus généralement, sur la déréglementation.

Taux de chômage et croissance annuelle du PIB de l'UE



Source: données nationales.

Structure du chômage

	Taux de chômage en 1993 (%) ^(a)		Part du chômage de longue durée en 1992 ^(d)
	Global ^(b)	Jeunes ^(c)	
Belgique	9,1	19,6	59,0
Danemark	10,4	11,4	27,0
Allemagne ^(e)	5,8	4,9	33,5
Grèce	9,8	24,6	49,7
Espagne	22,4	43,2	47,4
France	11,6	24,6	36,1
Irlande	15,8	27,9	60,2
Italie	10,2	30,6	58,2
Luxembourg	2,6	6,5	17,6
Pays-Bas	8,3	15,0	44,0
Portugal	5,5	12,0	30,9
Royaume Uni	10,3	16,9	35,4
UE(à 12) ^(f)	10,6	20,6	42,2
Etats-Unis	6,7	13,3	11,2
Japon	2,1	5,1	15,4

Source: Etude OCDE sur l'emploi (1994).

(a) Taux de chômage normalisés OCDE sauf pour le Danemark et le Luxembourg. (b) Ensemble des chômeurs en % de la population active totale. (c) Jeunes (de moins de 25 ans), en % de la population active jeune. (d) Ensemble des personnes restées constamment sans emploi pendant un an ou plus; en % du nombre total de chômeurs. (e) Allemagne de l'Ouest. (f) Voir la note du graphique 2.

Au niveau de l'Union, comme à celui des différents pays membres, l'attention s'est portée de plus en plus, en 1994, sur les problèmes du marché du travail (voir le tableau), avec, notamment, la publication d'un Livre blanc formulant des propositions pour améliorer l'efficacité de ce marché. Les mesures de réforme peuvent être classées en deux catégories, celles qui affectent les conditions de l'emploi et celles qui visent directement les chômeurs. Parmi les facteurs qui sont apparus comme ayant une incidence sur le fonctionnement du marché du travail et qui pourraient s'appliquer tout particulièrement à l'Union européenne, on peut citer: le niveau des coûts de main-d'oeuvre (salariaux et non salariaux), le degré de flexibilité des salaires réels (qui est lié au caractère plus ou moins centralisé des négociations salariales, à l'indexation des rémunérations, à l'existence d'un salaire minimum officiel, au taux de syndicalisation et à la réglementation de la grève), les coûts d'embauche et de licenciement, les régimes d'assurance-chômage et les dispositifs de formation.

Encadré 1 (suite)

Toute une série de réformes du marché du travail ont été mises en oeuvre en Europe depuis les dernières années quatre-vingt. Bon nombre de pays ont apporté des modifications à leur régime d'assurance-chômage, qu'il s'agisse du niveau des prestations nettes perçues par le chômeur, de la durée de la période d'indemnisation ou des conditions à remplir pour bénéficier des prestations. En France, par exemple, le barème des sommes versées a été révisé de manière à ce qu'elles diminuent avec la durée du chômage. En 1994, le niveau de l'allocation de chômage en proportion des gains moyens a été abaissé en Allemagne, tandis qu'en Irlande et en Espagne les prestations sont devenues imposables. Plusieurs pays ont modifié les modalités d'indexation des salaires. En Belgique, on a exclu de l'indice de référence le prix des alcools, du fioul et du tabac, tandis qu'en Italie l'échelle mobile a été remplacée par un système qui lie la hausse des salaires au taux d'inflation prévu. La Grèce a supprimé l'indexation des salaires en 1991. Le salaire minimum est bloqué aux Pays-Bas depuis 1992 et les dispositions restrictives qui subsistaient dans certaines branches de l'activité au Royaume-Uni ont été supprimées en 1993. Des progrès ont été faits également dans la voie de la réduction des coûts non salariaux, par exemple en Belgique et en France, où les taux de cotisations patronales de sécurité sociale ont été abaissés (en Belgique pour les bas salaires et les jeunes pris à l'embauche) Un certain nombre de mesures ont été prises au Luxembourg dans le dessein, notamment, de diminuer les coûts non salariaux. En Espagne, en 1994, on a adopté de nouvelles modalités pour l'embauche et assoupli les dispositions relatives aux licenciements, dans le cadre d'une vaste réforme du marché du travail. Enfin, les programmes de formation ont été développés dans de nombreux pays, en vue, notamment, d'améliorer les compétences et qualifications des jeunes et des chômeurs de longue durée.

La montée du chômage dans l'Union depuis les dernières années quatre-vingt tient pour une large part au ralentissement de l'activité économique. Cependant, le point culminant de la courbe dans la période récente est plus élevé que celui qui avait été atteint pendant les cycles précédents (dans les années soixante-dix, le taux de chômage moyen n'avait jamais dépassé 6 % et le niveau maximal du milieu des années quatre-vingt a été de 11 %). Il se situe, de plus, nettement au-dessus des points culminants récemment atteints tant aux Etats-Unis (7,4 % en 1992) qu'au Japon (où le chiffre record à ce jour est de 3,0 % environ). Comme il est indiqué dans l'encadré 1, le chômage dans l'Union tend, depuis les années soixante-dix, à dériver un peu plus en hausse à chaque cycle, ce qui dénote l'existence de graves problèmes structurels auxquels il est nécessaire de s'attaquer ; il en découle c'est là une remarque importante que le niveau actuel du chômage dans les pays de l'Union n'est lié qu'en partie à l'état de la conjoncture. Le point bas enregistré le plus récemment (en 1990) était beaucoup plus élevé que le chiffre moyen des années soixante-dix. En outre, comme le montre une étude publiée par l'OCDE en 1994, le chômage a pris en Europe des proportions particulièrement élevées pour certaines catégories de la population active, telles que les jeunes de moins de 25 ans (plus de 20 % d'entre eux ont été sans emploi en 1993) et les chômeurs de longue durée (plus de 40 % du total en 1992).

La hausse des prix à la consommation s'est ralentie dans les pays de l'UE, le taux moyen revenant de 4,3 % en 1992 à 3,1 % en 1994. On a observé également une nette convergence des taux d'inflation, l'écart-type revenant de 2,1 % en 1992 à 1,5 % en 1994. Si le bilan des deux dernières années sur ce point ne peut être considéré comme pleinement satisfaisant, il marque néanmoins un progrès notable pour l'Union prise dans son ensemble. La Belgique, le Danemark, la France, l'Irlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Royaume-Uni ont abaissé ou maintenu leur taux d'inflation en 1994 à un chiffre compris entre 2 et 2,5 %, voire inférieur, tandis que l'Allemagne a amélioré son résultat avec un taux de 3 %. La hausse des prix à la consommation a continué de se ralentir en Italie et au Portugal, dont les taux d'inflation en 1994 ont été de 3,9 et 5,2 % respectivement alors que celui de l'Espagne a très légèrement augmenté pour se situer à 4,7 %. La Grèce affiche pour cette même année un chiffre un peu inférieur à 11 %, contre près de 16 % en 1992. Les paragraphes suivants sont consacrés à l'analyse des principaux facteurs rendant compte de cette tendance à la baisse des taux d'inflation dans l'Union, ceux du moins qui jouent à court terme (voir le tableau 2) ; les autres éléments d'explication, tels que le niveau du chômage, l'écart entre production effective et production potentielle et l'orientation de la politique monétaire, seront traités plus loin.

Tableau 2 Prix, salaires et productivité dans les pays membres de l'UE
(Pourcentages annuels de variation)

		Prix à la consommation (1)	Coûts unitaires de main-d'oeuvre nominaux ^(a) (2)	Rémunération par salarié ^(a) (3)	Gains de productivité (3)-(2) ^(a) (4)	Prix à l'importation ^(a) (5)
Belgique	1992	2,4	3,5	6,1	2,6	-2,6
	1993	2,8	4,5	4,4	-0,1	-3,4
	1994	2,4	0,6	4,1	3,5	1,4
Danemark	1992	2,1	1,1	2,8	1,7	-1,3
	1993	1,3	0,3	1,9	1,6	-0,9
	1994	2,0	-0,8	2,8	3,6	2,8
Allemagne ^{(b)(c)}	1992	4,0	4,9	5,6	0,7	-1,2
	1993	4,1	3,5	2,9	-0,6	-0,3
	1994	3,0	-1,0	1,8	2,8	0,4
Grèce	1992	15,9	11,0	10,3	-0,7	8,4
	1993	14,5	11,1	9,4	-1,7	7,6
	1994	10,8	11,6	12,5	0,9	7,8
Espagne	1992	5,9	6,2	9,0	2,8	1,3
	1993	4,6	3,3	6,1	2,8	6,6
	1994	4,7	2,0	4,3	2,3	6,9
France	1992	2,4	2,6	4,4	1,8	-2,3
	1993	2,1	2,2	2,5	0,3	-2,3
	1994	1,6	0,5	3,7	3,2	3,1
Irlande	1992	3,0	-5,9	4,6	10,5	-2,1
	1993	1,5	-0,2	5,8	6,0	5,2
	1994	2,4	-3,4	4,0	7,4	1,4
Italie	1992	5,3	4,0	6,2	2,2	-0,6
	1993	4,3	0,8	3,6	2,8	11,7
	1994	3,9	-0,8	3,0	3,8	3,5
Luxembourg	1992	3,2	5,9	5,9	0,0	-1,7
	1993	3,6	6,4	4,9	-1,5	-0,1
	1994	2,1	3,5	4,2	0,7	3,1
Pays-Bas	1992	3,2	4,5	5,2	0,7	-2,1
	1993	2,6	2,4	3,2	0,8	-2,8
	1994	2,7	0,4	2,1	1,7	1,1
Portugal	1992	8,9	13,4	13,8	0,4	-4,5
	1993	6,5	5,9	6,9	1,0	3,3
	1994	5,2	2,7	4,0	1,3	5,9
Royaume-Uni	1992	3,7	4,2	6,3	2,1	0,9
	1993	1,6	0,3	3,5	3,3	8,2
	1994	2,4	0,0	3,9	3,9	3,2
UE (à 12) ^(d)	1992	4,3	4,6	6,3	1,7	-0,8 ^(e)
	1993	3,4	2,4	3,8	1,4	3,4 ^(e)
	1994	3,1	0,4	3,5	3,1	2,7 ^(e)

Source: données nationales.

(a) Chiffres provisoires pour 1994.

(b) Allemagne de l'Ouest.

(c) Coûts unitaires de main-d'oeuvre nominaux par unité de PIB réel.

(d) Voir la note du graphique 2.

(e) Y compris les importations intra-européennes.

La hausse des coûts unitaires de main-d'oeuvre dans l'Union s'est fortement ralentie ces deux dernières années, son rythme moyen passant de 4,6 % en 1992 à 2,4 % en 1993 et 0,4 % en 1994. La modération des salaires a joué à cet égard le rôle principal en 1993 : sur fond de récession et d'aggravation du chômage, le taux d'augmentation des salaires nominaux est tombé de plus de 6 % en 1992 à 3,8 % en 1993. En même temps, et aussi sous l'effet de la récession, la progression de la productivité du travail s'est ralentie, mais cela n'a compensé qu'en partie l'effet de la modération des salaires nominaux. En 1994, le redressement de l'activité et la nouvelle montée du chômage dans l'Union, considérée globalement, sont allés de pair avec des gains importants de productivité. Cette évolution, jointe à la sagesse persistante des salaires (ceux-ci n'ayant plus augmenté que de 3,5 % en termes nominaux), a été à l'origine du nouveau ralentissement observé globalement dans la progression des coûts unitaires de main-d'oeuvre.

Dans un certain nombre de pays, le rythme de cette progression a été maintenu au-dessous de 3 % en 1993 et de 2 % en 1994. Cette dernière année, les coûts unitaires ont même diminué au Danemark, en Allemagne, en Irlande et en Italie. Les hausses ont été supérieures à la moyenne en Espagne, au Luxembourg et au Portugal dans la période 1993-1994, encore qu'on y ait enregistré un ralentissement sensible ; en Grèce, la progression est restée très rapide, avec plus de 11 % pour chacune des deux années. D'autres facteurs sans lien avec la conjoncture ont contribué à l'évolution favorable du taux d'inflation en 1993-1994 dans les pays de l'UE. Dans certains cas, on a mis en oeuvre des mesures de réforme structurelle propres à accroître la flexibilité sur le marché du travail (voir l'encadré 1). En outre, il semble que la concurrence devienne plus vive sur les marchés de produits, en raison notamment de la réalisation progressive du Marché unique.

La courbe des prix à l'importation présente pour 1993 un profil très variable suivant les pays. Chez plusieurs, ces prix ont baissé, alors qu'ils ont fortement augmenté en Grèce, en Espagne, en Italie et au Royaume-Uni, et plus faiblement en Irlande et au Portugal, sous l'effet des dévaluations ou dépréciations intra-européennes qui sont intervenues en 1992-1993. Néanmoins, ces variations de taux de change n'ont pas été répercutées entièrement dans la plupart des pays concernés, les importateurs ayant accepté de comprimer leurs marges bénéficiaires, tandis que les exportateurs abaissaient leurs prix en monnaie nationale au vu de la faiblesse de la demande. En 1994, l'évolution des prix à l'importation a porté la marque du rétablissement partiel des marges et de la hausse des cours des matières premières, facteurs auxquels sont venus s'ajouter dans certains pays, comme la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal, de nouveaux effets de change. Sur l'ensemble des deux années, toutefois, l'incidence des baisses de taux de change sur la hausse globale des prix à la consommation est restée limitée en comparaison de ce qu'on avait observé dans le passé.

La tendance générale au recul de l'inflation en 1993-1994 s'est manifestée à la fois dans les secteurs produisant des biens et des services offerts sur les marchés internationaux et dans ceux qui produisent des biens et services à usage purement intérieur. Alors que l'écart de taux d'inflation entre secteur abrité et secteur non abrité avait augmenté en moyenne dans les deux premières années de la décennie, il s'est réduit par la suite dans la plupart des pays membres, sous l'effet de la modération salariale et de la concurrence accrue dans le secteur abrité. Avec le futur développement du Marché unique, on pourrait voir s'élargir la gamme des biens et services échangés entre les pays membres, ce qui contribuerait à ralentir encore la progression des prix dans les secteurs traditionnellement abrités.

Enfin, nonobstant ce qui vient d'être dit, la hausse des prix à la consommation dans l'Union a été alimentée par des augmentations d'impôts indirects. Etant donné l'état des finances publiques, cela a été le cas dans la plupart des pays membres en 1993-1994.

2. L'évolution des marchés financiers

L'évolution des marchés de change et des marchés obligataires dans la période 1993-1994 a sensiblement différé d'une année à l'autre. 1993 a été marquée par la persistance des tensions sur les changes qui s'étaient développées à partir de la fin de l'été 1992, jusqu'à ce qu'elles soient désamorçées par la décision prise en août d'élargir les marges de fluctuation du MCE. Les marchés obligataires, pour leur part, ont traversé une période euphorique, avec des cours en hausse et des rendements tombés à un niveau exceptionnellement bas. L'année 1994, en revanche, s'est signalée par un renversement rapide de cette tendance des marchés obligataires, mais elle a été relativement calme sur les marchés de change.

2.1 L'évolution des marchés de change

L'évolution des taux de change

En 1993, les rapports de change au sein du SME ont été soumis à de fortes tensions. Au premier semestre de l'année, la persistance de ces tensions a entraîné deux réalignements, s'ajoutant aux trois qui avaient été effectués dans les quatre derniers mois de 1992 et à la suspension de la participation au MCE de la lire italienne et de la livre sterling. Face à l'ampleur sans précédent des assauts de la spéculation, il fut décidé en août 1993 d'élargir les marges de fluctuation, après quoi les marchés retrouvèrent plus de stabilité, le nouveau système ayant fonctionné sans à-coups significatifs dans les derniers mois de 1993 et durant la majeure partie de l'année 1994.

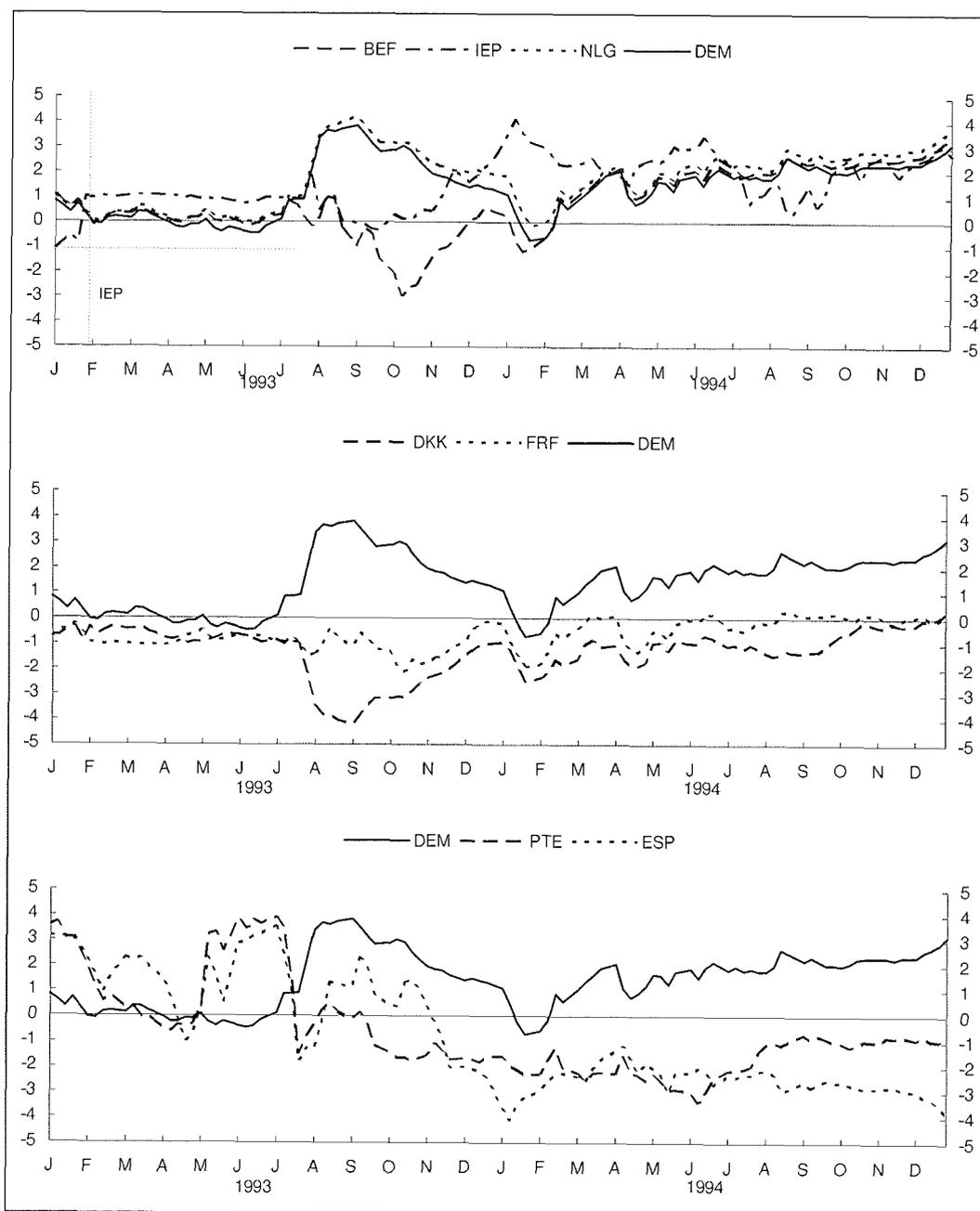
Au premier semestre de 1993, la plupart des monnaies ont connu à plusieurs reprises des périodes de tension spéculative. Fortement attaquée, la livre irlandaise fut dévaluée de 10 % le 1er février. Dans les jours qui suivirent, les pressions qui s'exerçaient sur la couronne danoise furent maîtrisées à la faveur d'un relèvement des taux d'intérêt officiels, d'interventions concertées et d'une réduction des taux d'intérêt en Allemagne. En mars, c'est le franc français qui se trouva discuté, sous l'influence de la proximité des élections législatives, mais il se redressa après que le nouveau gouvernement eut réaffirmé son engagement de maintenir la stabilité du taux de change. En avril, le cours de la peseta fut affecté par l'annonce d'élections anticipées en Espagne. Face à l'accroissement de la spéculation, qui se répercutait d'ailleurs sur la monnaie portugaise, les autorités espagnoles demandèrent un réalignement le 13 mai ; le lendemain, la peseta et l'escudo étaient dévalués de 8 % et 6,5 % respectivement.

En juillet 1993, après une brève période de relative stabilité, les marchés se retrouvèrent soumis à de fortes tensions concentrées en particulier sur le franc français. Le revirement de climat fut accentué par la perspective d'une divergence des rythmes d'activité économique suivant les pays membres, à quoi venait s'ajouter l'incertitude touchant l'orientation future des politiques monétaires. Après d'importantes interventions concertées sur les marchés de change, les taux officiels furent relevés en France et au Danemark. Les mouvements de capitaux spéculatifs furent temporairement endigués, à la suite de la publication par la Banque de France et la Banque fédérale d'Allemagne d'un communiqué commun et de l'adoption de nouvelles mesures par les autorités françaises. La Banque fédérale décida, le 29 juillet, d'abaisser son taux des avances sur titres aux banques (« taux lombard ») et annonça une nouvelle réduction du taux des prises en pension tout en maintenant son taux d'escompte inchangé. Les marchés furent alors soumis à de nouvelles tensions qui se révélèrent finalement impossibles à contrecarrer, malgré des interventions massives de toutes les banques centrales concernées et l'annonce par la Banque fédérale d'Allemagne qu'elle laisserait les taux du marché à court terme tomber en deçà du taux d'escompte. Le 2 août 1993, les ministres et les gouverneurs confirmaient les parités

Graphique 3

Position des monnaies dans le MCE*

(en points de pourcentage)



Source : IME

* Les lignes verticales discontinues indiquent les réalignements de la livre irlandaise, de l'escudo et de la peseta. Les lignes horizontales figurent les limites de fluctuation pour les monnaies de l'ancien mécanisme à marge étroite.

La position d'une monnaie dans la marge de fluctuation est déterminée par l'écart qu'elle accuse par rapport à la monnaie la plus forte et à la monnaie la plus faible dans le MCE. L'écart entre deux monnaies représente la différence en pourcentage entre leur taux de change sur le marché et leur parité centrale bilatérale.

centrales en vigueur et décidaient de porter les marges de fluctuation dans le MCE à $\pm 15\%$. Aux termes d'un accord bilatéral, toutefois, les anciennes limites de $\pm 2,25\%$ restent en vigueur pour le rapport de change entre florin et deutschemark.

A la suite de cet élargissement des marges du MCE, les monnaies qui participaient auparavant au mécanisme à marge étroite ont toutes, à l'exception du florin, commencé à se traiter au-dessous de leur ancien cours plancher contre deutschemark, les opérateurs s'attendant que la possibilité plus grande de différenciation que laissait l'élargissement des marges soit mise à profit par les pays concernés pour assouplir leur politique monétaire. Entre le mois d'août et la mi-octobre de 1993, les écarts bilatéraux par rapport aux parités centrales contre deutschemark ont évolué entre 4% et $8,5\%$ pour la livre irlandaise, le franc français, le franc belge et la couronne danoise. S'agissant des monnaies qui participaient auparavant au mécanisme à bande large, l'effet de la décision a été moins marqué, la peseta et l'escudo fluctuant à l'intérieur de leurs anciennes limites vis-à-vis du deutschemark. A partir de la mi-octobre, les écarts bilatéraux ont commencé de se resserrer, les marchés étant de plus en plus enclins à penser que la liberté de mouvement donnée par les nouvelles marges du MCE ne serait utilisée que pour absorber des évolutions de cours appelées à s'inverser d'elles-mêmes. Les politiques suivies en matière de taux d'intérêt furent orientées en conséquence.

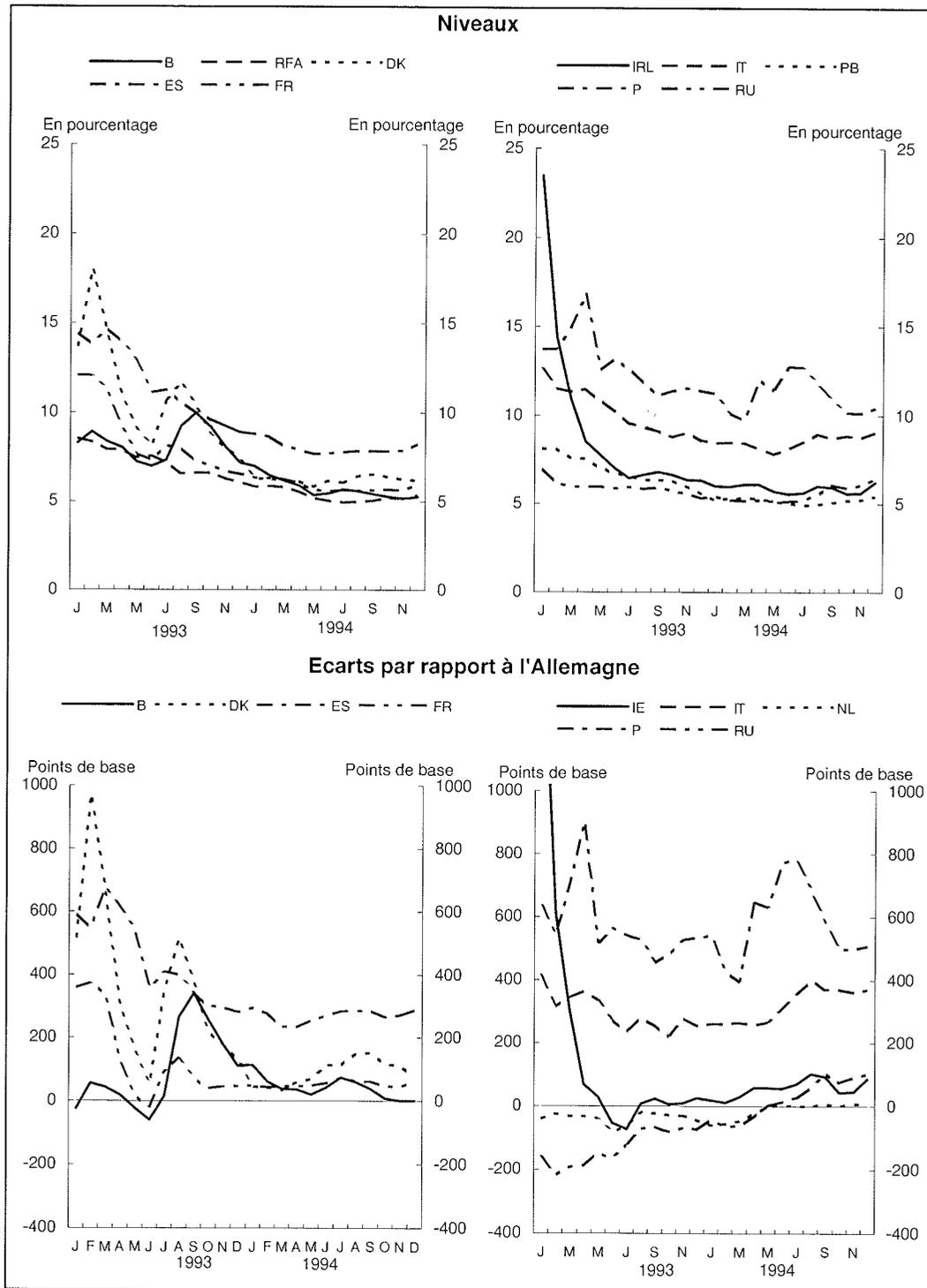
Durant la majeure partie de l'année 1994, l'écart bilatéral entre la plus forte et la plus faible des monnaies participantes est resté voisin de 6% , sauf pendant trois brefs épisodes (en janvier, juin et décembre 1994) où il a atteint 8% . Le florin, la livre irlandaise et le franc belge ont été les plus fermes des monnaies liées anciennement par une marge étroite. Vis-à-vis du deutschemark, le franc français et la couronne danoise sont restés stables, en moyenne, au voisinage de leur ancienne limite inférieure bilatérale; enfin, la peseta et l'escudo se sont maintenus au-dessus de cette limite. Ce dernier a connu, en mai et juin 1994, des difficultés passagères qui ont amené la Banque du Portugal à effectuer des interventions et ont débouché sur une hausse des taux d'intérêt officiels, ainsi que des conditions du marché. En décembre, la peseta a fléchi au-dessous de son ancienne limite inférieure bilatérale.

L'évolution d'autres indicateurs tend à confirmer que le MCE a recouvré en grande partie sa stabilité au cours de l'année 1994. Les écarts de taux d'intérêt à court terme par rapport au deutschemark ont varié de manière beaucoup moins erratique, leurs niveaux moyens restant comparables à ceux qu'on avait observés avant les crises. Le volume des interventions destinées à soutenir les monnaies attaquées a nettement diminué pour se rapprocher du chiffre moyen enregistré entre 1988 et 1992. Certaines banques centrales ont commencé à reconstituer leurs réserves. Le degré d'instabilité des taux de change, qui s'était sensiblement accru (sauf pour le florin) à la suite de la décision du 2 août 1993, a notablement diminué au cours de l'année 1994, encore qu'il ne soit pas revenu à son niveau d'avant les crises.

Après être sorties du MCE en septembre 1992, la livre sterling et la lire se sont fortement dépréciées. De mars 1993 jusqu'à la fin de l'année, la monnaie britannique regagna une partie du terrain perdu, mais elle a de nouveau reculé en 1994. Ses variations vis-à-vis des monnaies du MCE ont été plus accusées que celles de son taux de change effectif, car elle a suivi en partie l'évolution du dollar. Si le sterling a terminé 1994 en baisse de 13% environ par rapport à son cours contre deutschemark en août 1992, il n'a fléchi que de 1% de fin 1992 à fin 1994. La lire, pour sa part, tout en se stabilisant ou même en se redressant à plusieurs reprises, a été orientée à la baisse pendant la majeure partie de 1993 et de 1994, se dépréciant au total, vis-à-vis de la monnaie allemande, de plus de 27% par rapport à son niveau de fin août 1992; son handicap de change dans la concurrence s'est trouvé ainsi comblé et bien au-delà. Il se peut que les facteurs politiques aient largement influé sur le taux de change de la lire.

Graphique 4

Taux d'intérêt à court terme *
(taux interbancaires à trois mois; moyenne mensuelle)



Source: données nationales.

* Pour des raisons d'échelle, on ne donne pas de taux pour la Grèce. Le taux à 3 mois dans ce pays était de 17,8% à fin décembre 1994, soit un écart de 12,6 points par rapport à l'Allemagne,

La drachme a connu deux importantes périodes de tension sur le marché. La première, en août et septembre 1993, était liée à l'élargissement des marges de fluctuation dans le MCE et suivait la suppression, en mai de la même année, de la plupart des dispositions restrictives de la réglementation des changes s'appliquant aux opérations financières à moyen et long terme. La seconde, en mai 1994, s'explique par les anticipations que la levée de toutes les restrictions qui frappaient encore les mouvements de capitaux à court terme, annoncée pour la fin de juin, s'accompagne d'une dévaluation de la monnaie. Dans l'un et l'autre cas, la Banque de Grèce a fait obstacle à une baisse de la drachme plus forte que voulu en prenant les mesures appropriées ; elle a ainsi montré que les autorités grecques restaient fermement déterminées à ne pas laisser corriger entièrement par le niveau du change les écarts de taux d'inflation.

Les principaux facteurs de l'évolution

Les tensions ayant affecté durablement le SME au premier semestre de 1993 tiennent à l'effet global d'une série de facteurs dont l'importance respective a été variable suivant les pays et s'est, de plus, modifiée avec le temps, à mesure que la crise se développait. Les facteurs externes ont moins joué qu'en 1992, car le dollar s'est redressé vis-à-vis des monnaies européennes après la période de faiblesse qu'il avait traversée cette année-là. De même, les positions concurrentielles à l'intérieur du SME ont perdu de leur importance comme source de tensions, puisque les déséquilibres qui s'étaient accumulés avant l'été de 1992 furent corrigés, dans une large mesure, durant le reste de l'année.

Le facteur principal qui est à l'origine des accès de fièvre répétés observés au premier semestre de 1993 est le sentiment, sur les marchés, que les autorités se trouvaient devant des dilemmes de politique économique et que la volonté de défendre les parités centrales en vigueur avait faibli. Les marchés voyaient une possible incompatibilité entre, d'une part, le niveau des taux d'intérêt correspondant à une situation de faible inflation et de conjoncture médiocre dans certains pays et, d'autre part, celui qu'exigeait le maintien de la stabilité des changes dans le MCE, étant donné les contraintes que faisaient peser sur la politique monétaire en Allemagne le mauvais dosage des instruments de la politique économique et la persistance de tensions inflationnistes après l'unification. Les tensions ont été alimentées aussi par le comportement des opérateurs de marché, qui pratiquaient la technique de la « spéculation auto-validée », comme le montre le processus répétitif ayant joué dans certaines périodes de tension, les bénéfices procurés par les réalignements antérieurs donnant l'espoir de tirer de nouveaux profits d'attaques ultérieures. Enfin, la crédibilité du MCE lui-même avait souffert des multiples réalignements intervenus en 1992 et 1993.

Les réactions des autorités

Le maniement des taux d'intérêt, auquel on a recouru de manière répétée en 1993 pour contrecarrer la pression des marchés en augmentant le coût des positions spéculatives, n'a pas été efficace dans certains cas, les opérateurs ayant estimé que les relèvements de taux faisaient naître, ou aggravaient, les dilemmes des autorités et qu'ils ne pouvaient donc être considérés comme tenables. Ce fut le cas notamment dans les pays où l'économie est très sensible à la hausse des taux d'intérêt à court terme, du fait qu'une modification des taux officiels s'y répercute rapidement sur les taux du marché.

Les interventions, tant intramarginales qu'à la marge, ont pris, avant l'élargissement des couloirs de fluctuation dans le MCE, une ampleur encore plus grande qu'en 1992. Toutefois, malgré l'importance des moyens engagés, elles n'ont pas suffi, lors de plusieurs accès de fièvre sur les marchés, à résorber entièrement les tensions et il se peut même que, en certaines occasions, elles les aient aggravées.

L'élargissement des marges de fluctuation du MCE, décidé le 2 août 1993, visait à rétablir une situation où les risques ne seraient plus à sens unique. Cette tactique a été jugée plus appropriée qu'un réalignement, étant donné qu'une modification des parités centrales ne paraissait pas justifiée par l'évolution des données économiques fondamentales dans les pays membres et qu'elle aurait encore affaibli la crédibilité du système.

Cet élargissement des marges de fluctuation, conjugué à la prudence des politiques suivies en matière de taux d'intérêt, s'est révélé être une bonne technique pour dissuader la spéculation. Si le MCE dans sa nouvelle formule a fonctionné de manière satisfaisante, c'est aussi sous l'effet d'un nouvel assouplissement progressif de la politique monétaire dans tous les pays membres à l'automne de 1993 et grâce au fait que, à la fin de 1993, les trois principaux facteurs des tensions sur les marchés observées en 1992-1993 avaient tous disparu : la distorsion des taux de change réels, le déséquilibre dans l'articulation de la politique économique en Allemagne et, enfin, l'existence de déphasages conjoncturels dans un contexte de ralentissement de l'activité économique.

2.2 L'évolution des marchés obligataires

L'année 1993 a été celle d'une baisse générale des rendements d'obligations (voir le tableau 3). Celui des titres à 10 ans a diminué de 85 points de base (centièmes de point) aux Etats-Unis et de 140 points en Allemagne, tandis que la moyenne pondérée des rendements au sein de l'Union européenne marquait un recul de 250 points. Dans l'Union, les écarts de rendement entre les marchés obligataires nationaux ont tendu à se réduire. Aux Etats-Unis, toutefois, les anticipations d'inflation se sont dégradées dans les derniers mois de 1993, les prix des matières premières commençant à monter, tandis que le taux de chômage baissait fortement et que les perspectives de croissance économique s'amélioraient. Ces évolutions entraînent, en octobre, une remontée des rendements obligataires dans ce pays, sans cependant avoir d'incidence en Europe. Malgré le changement de climat ainsi observé aux Etats-Unis, les investisseurs étaient relativement optimistes pour 1994, puisque l'économie américaine restait en expansion sans guère de signes d'inflation et que les taux d'intérêt dans l'Europe continentale paraissaient devoir fléchir dans le double contexte d'une modeste reprise et d'une faible inflation. On prévoyait aussi qu'au Japon ils allaient se maintenir à un bas niveau avec la morosité persistante de la conjoncture.

Un certain nombre de facteurs sont à la base du revirement spectaculaire des anticipations globales qui s'est opéré dans les premiers mois de 1994. Il y a eu d'abord le relèvement du taux de l'argent au jour le jour aux Etats-Unis, porté le 4 février de 3 à 3,25 % ; cette modification a paru marquer le point de retournement du cycle des taux d'intérêt. En second lieu, la rupture des négociations commerciales entre les Etats-Unis et le Japon, au début de février 1994, et le fléchissement subséquent du dollar ont accru le risque de change lié à la détention d'obligations américaines. Troisièmement, la publication en mars du chiffre révisé de la croissance du PIB aux Etats-Unis au quatrième trimestre de 1993, soit 7,5 % en taux annualisé, a pu nourrir le sentiment que l'économie de ce pays connaîtrait des tensions inflationnistes en 1994. Tous ces facteurs ont fait chuter encore les cours des obligations américaines, avec une réaction en chaîne sur les autres marchés obligataires, ceux des pays européens en particulier qui, pourtant, étaient pour la plupart en retard sur les Etats-Unis dans le cycle économique. En 1994, les rendements des emprunts du Trésor américain à 10 ans ont progressé de 201 points de base. L'écart sur les titres courts a augmenté un peu moins, les taux à court terme s'étant eux-mêmes tendus à mesure que la politique monétaire devenait plus restrictive.

Tableau 3 Taux d'intérêt à long terme
(rendements des obligations à dix ans*, en fin de mois, en pourcentage)

	Décembre 1992	Décembre 1993	Juin 1994	Décembre 1994	Variation en ^(a) 1993	Variation en ^(a) 1994
Belgique	7,71	6,42	7,72	8,31	-1,29	1,89
Danemark	8,91	6,09	8,18	9,14	-2,82	3,05
Allemagne	7,10	5,70	7,19	7,83	-1,40	2,13
Grèce	24,50	22,25	20,00	19,00	-2,25	-3,25
Espagne	12,46	8,12	10,40	11,79	-4,34	3,67
France	8,07	5,64	7,50	8,28	-2,43	2,64
Irlande	10,12	6,26	8,64	8,76	-3,86	2,50
Italie	13,54	8,84	10,59	12,34	-4,70	3,50
Luxembourg ^(b)	8,08	6,54	6,35	6,23	-1,54	-0,31
Pays-Bas	7,22	5,50	7,06	7,76	-1,72	2,26
Portugal	13,13 ^(e)	8,92	11,02	11,68	-4,21	2,76
Royaume-Uni	8,17	6,07	8,91	8,85	-2,10	2,78
UE (à 12) ^(c)	9,41	6,91	8,80	9,58	-2,50	2,67
Autriche	7,45	5,99	7,13	7,62	-1,46	1,63
Finlande	10,65	6,71	9,67	10,09	-3,94	3,38
Suède ^(d)	9,91	7,35	9,78	10,68	-2,56	3,33
Etats-Unis	6,68	5,83	7,34	7,84	-0,85	2,01
Japon	4,52	3,04	4,31	4,59	-1,48	1,55

Source: données nationales.

* Ou à l'échéance la plus proche.

(a) En points; différence d'une fin d'année à l'autre.

(b) Données hebdomadaires pour l'ensemble de la période.

(c) Voir la note du graphique 2.

(d) Chiffres mensuels moyens pour l'ensemble de la période.

(e) Pour le Portugal, rendement d'obligations à 3 ans ½ d'échéance.

Les rendements obligataires comparables dans l'Union européenne ont accusé une hausse de 267 points de base environ en moyenne avec, il est vrai, des différences d'un pays à l'autre et la courbe des rendements s'est vivement redressée, retrouvant une pente ascendante là où elle s'était inversée. On peut trouver plusieurs causes à la forte corrélation des rendements observés respectivement aux Etats-Unis et en Europe (voir le graphique 5). Ce couplage tient sans doute, pour une part, à la tendance générale à une intégration de plus en plus poussée des marchés financiers, avec l'accroissement rapide des mouvements de capitaux à travers le monde et le souci grandissant de diversification internationale. Autre facteur plus spécifique, certains achats d'obligations européennes en 1993, qui faisaient jouer l'effet de levier, ont été financés avec des ressources obtenues aux Etats-Unis à un taux d'intérêt moins élevé qu'en Europe, le risque de change étant couvert par ailleurs. Quand les taux américains vinrent à monter, le maintien de ces positions spéculatives devint plus coûteux, si bien qu'elles furent souvent dénouées. Toutefois, si ces facteurs techniques ou d'ordre spéculatif peuvent expliquer l'incidence à court terme de la montée des taux des obligations américaines sur les taux européens, ils ne rendent pas compte de la persistance de la tendance tout au long de l'année.

L'augmentation des taux obligataires dans le monde en 1994, qui, dans la plupart des cas, a été d'ampleur à peu près comparable à la baisse observée en 1993, est due à un certain nombre de facteurs. Il y a eu la tendance générale à la hausse des taux d'intérêt réels,

lesquels, dans un contexte de forte intégration des marchés financiers, ont normalement évolué de concert à travers le monde. Ce phénomène tient lui-même à des données de long terme déjà observées depuis un certain temps et à des évolutions conjoncturelles. La période des dernières années quatre-vingt s'était caractérisée par la faiblesse de la propension à l'épargne à l'échelle internationale, imputable notamment à la libéralisation et à la déréglementation du secteur financier, qui réduisirent les contraintes de liquidité inhérentes à l'emprunt et firent abandonner progressivement les formes de rationnement du crédit non fondées sur le prix au profit de l'évaluation du risque par le marché. De plus, le rendement escompté des investissements a augmenté partout dans le monde. Cela s'explique par la mise en oeuvre de réformes structurelles et la baisse relative de l'inflation dans les pays de l'OCDE, par les évolutions économiques dans l'Europe de l'Est, en Amérique latine et en Extrême-Orient, ainsi que par la libéralisation des échanges internationaux. Cet ensemble de facteurs a fait prévoir un déséquilibre entre épargne et investissement.

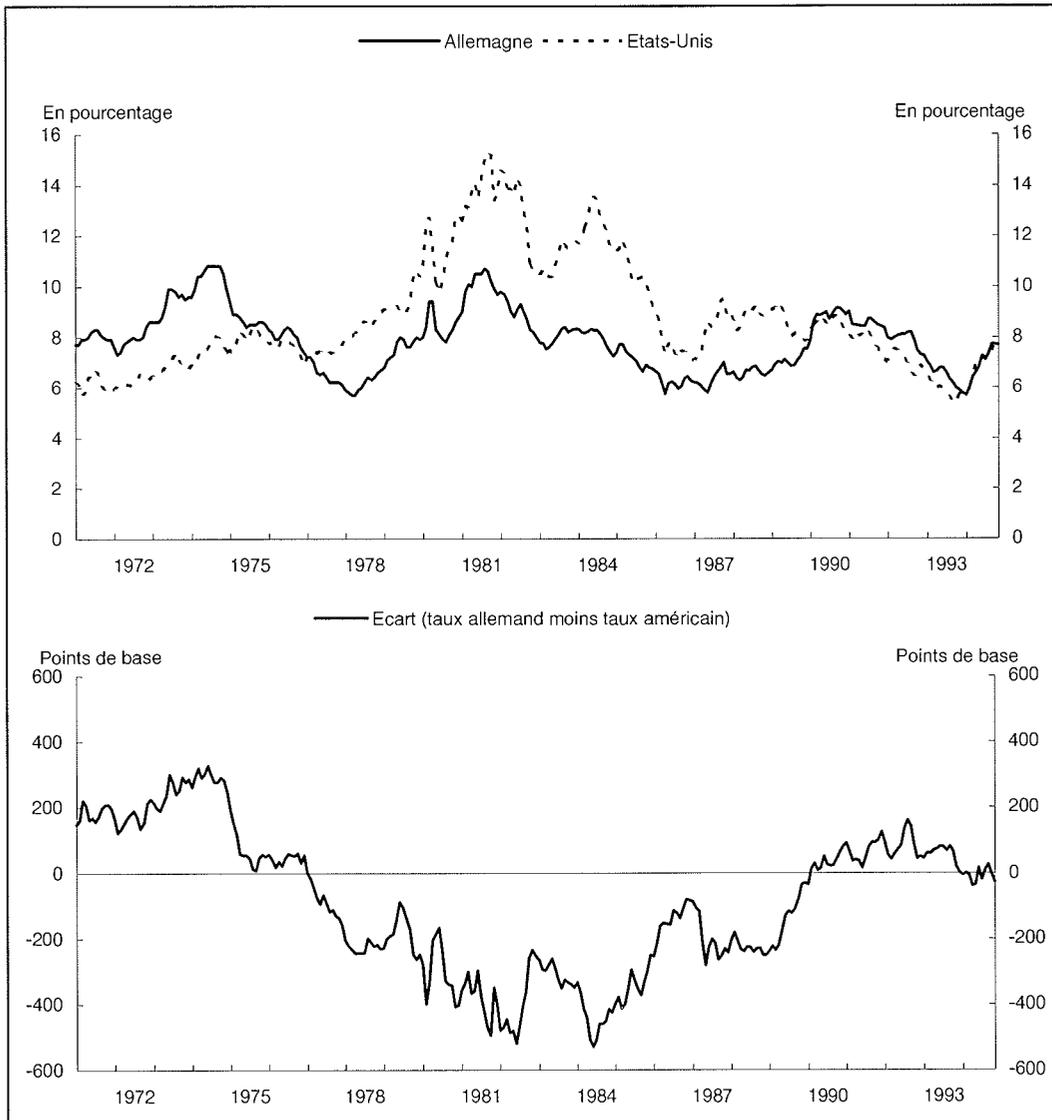
Des facteurs conjoncturels ont aussi joué un rôle important dans la montée des taux d'intérêt réels. La vigueur inattendue de la reprise en Europe, le dynamisme de la croissance aux Etats-Unis et l'amélioration générale des perspectives dans les pays industrialisés ont sans doute poussé les taux d'intérêt réels à la hausse, en faisant naître l'anticipation d'une pénurie future de capital. Cette anticipation a été nourrie en même temps par le niveau élevé qu'atteignaient les déficits publics et auquel ils étaient plus ou moins censés se maintenir dans l'avenir, d'après les prévisions. La hausse générale des taux d'intérêt réels en 1994 est illustrée par l'observation du rendement des obligations indexées émises au Royaume-Uni et au Danemark, qui ne comprennent pas de prime d'inflation. Or, il a augmenté d'environ 90 points de base.

Outre la tendance ascendante des taux d'intérêt réels, il faut tenir compte de deux éléments qui ont contribué non seulement à la progression générale des rendements obligataires, mais aussi au redressement de la courbe des rendements. Il y a eu d'abord la révision par les marchés de leurs anticipations relatives à l'inflation future. Cette révision a pu être inspirée notamment par la vigueur de la reprise économique et par l'écho donné aux prévisions concernant les déficits publics. Outre leur effet de gonflement de la demande globale, des déficits élevés risquent d'inciter les gouvernements à laisser l'inflation augmenter et/ou à laisser le taux de change fléchir. L'autre facteur de la hausse des taux d'intérêt réels est l'incertitude qui entoure à la fois le niveau attendu de l'inflation future et le taux d'intérêt réel attendu, celle-ci engendrant normalement l'apparition d'une prime de risque.

Etant donné le degré d'instabilité relativement élevé des marchés obligataires européens en 1994, tel qu'on peut le mesurer à partir des prix des options, il se peut que cette incertitude ait joué un rôle important dans la hausse des rendements obligataires. On peut discerner là l'influence de diverses considérations. La première est que, au moment où l'économie d'un pays aborde un point de retournement du cycle, l'incertitude relative à la fois à l'évolution future du secteur réel et à celle de l'inflation tend à s'accroître. En second lieu, si l'on s'attend à voir monter le taux d'inflation dans l'avenir, l'incertitude touchant ce taux tend également à augmenter, l'expérience ayant montré qu'il y avait coïncidence entre niveau élevé et instabilité du taux d'inflation. Troisièmement, les incertitudes politiques semblent avoir été déterminantes dans certains pays. Enfin, comme cela a été sans doute le cas aux Etats-Unis pendant l'année considérée, le doute quant à la réaction des autorités monétaires aux anticipations d'une hausse de l'inflation a pu alimenter la tendance ici analysée.

Pourtant, les craintes d'une hausse de l'inflation en Europe ne s'étaient pas concrétisées à la fin de 1994. Bien que la reprise économique de 1994 ait été plus vigoureuse qu'on ne s'y était attendu, on n'a trouvé de signes d'accélération générale de l'inflation ni dans les enquêtes sur les attentes des agents du secteur réel, ni dans les prévisions économiques.

Graphique 5 Rendements des obligations à 10 ans aux Etats-Unis et en Allemagne et écarts entre ces rendements



Source: données nationales.

Les explications proposées ci-dessus se relient principalement à des facteurs économiques fondamentaux et reposent, dans une large mesure, sur l'hypothèse que les marchés obligataires se comportent à tout moment de manière rationnelle, en prenant en compte la totalité des éléments d'information utiles pour estimer la valeur des titres. Or, il arrive que, pendant de courtes périodes, les cours des obligations fassent abstraction des données fondamentales. Il paraît probable, par exemple, que la chute des rendements en 1993 reflétait un phénomène de ce genre, puisque les anticipations, extrapolées ou effectuées par « l'analyse graphique », d'une baisse de ces rendements finissaient par se réaliser d'elles-mêmes, mécaniquement. Comme on l'a signalé plus haut, l'accumulation d'informations défavorables pour les marchés obligataires américains au premier semestre de 1994 a débouché sur un processus de correction des cours, qui s'est répercuté en chaîne sur les marchés européens. On peut soutenir que ce processus a correspondu, en un sens, au retrait des marchés d'un nombre croissant d'opérateurs professionnels, évolution qui aurait entraîné à son tour une forte augmentation de l'instabilité des cours.

Si la progression des rendements obligataires en Europe en 1993-1994 s'explique dans une certaine mesure par des phénomènes de portée internationale, des facteurs propres aux différents pays ont joué aussi un rôle important, comme le montre le fait que la variation des rendements n'ait pas eu la même amplitude dans tous les pays. En 1993, par exemple, la baisse a été de quelque quatre points en Espagne, en Irlande et en Italie, de plus de deux points au Danemark, en Grèce, en France et au Royaume-Uni, alors qu'elle a été moins importante dans les autres pays de l'Union.

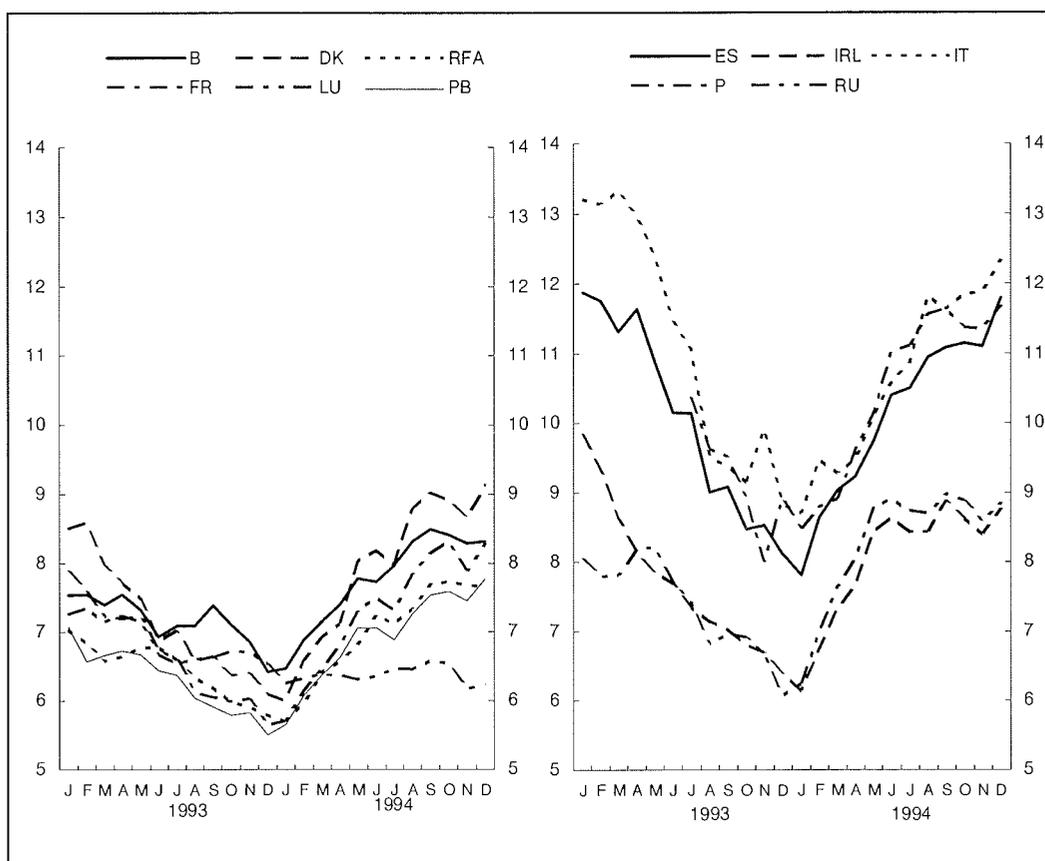
En 1994, les rendements obligataires en Belgique, en Allemagne et aux Pays-Bas ont augmenté respectivement de 189, 213 et 226 points de base, alors qu'en Espagne et en Italie ils montaient de 367 et 350 points. Dans le groupe des pays nouvellement entrés dans l'Union, ces rendements se sont accrus de 333 points en Suède et de 338 points en Finlande. Ces différences ont des causes variables selon les pays. D'une manière générale, cependant, il semble que la disparité des hausses de rendements obligataires dans la plupart des pays puisse s'expliquer par l'évolution passée du taux d'inflation comme du taux de change et par la tendance récente du solde budgétaire, tous éléments susceptibles de déterminer le risque attaché par le marché à la valeur des titres des différents pays. De fait, des pays comme l'Italie et l'Espagne ainsi que la Suède et la Finlande qui, dans le passé, ont connu des taux d'inflation relativement élevés et des dévaluations, ou dépréciations, importantes et qui, en 1994, affichaient des déficits budgétaires assez substantiels, ont vu les rendements de leurs obligations augmenter le plus. Corrélativement, dans les pays comme la Belgique, les Pays-Bas, l'Allemagne et la France ainsi que l'Autriche qui ont un palmarès plus satisfaisant en matière d'inflation, dont le taux de change est plus stable et les déficits budgétaires actuellement plus réduits, les variations des rendements obligataires ont été beaucoup plus faibles (voir le graphique 6).

Si la progression générale des rendements obligataires en Europe en 1994 a été liée étroitement à l'appréciation portée sur les paramètres fondamentaux de l'économie, à la tendance des taux réels et à un sentiment accru d'incertitude, les anticipations de remontée sensible de l'inflation n'ont pas été étayées, pour ce qui concerne globalement les pays d'Europe, par le profil d'évolution des prix sur la période récente, par les prévisions des banques centrales en la matière, ni par les enquêtes menées auprès des agents du secteur réel de l'économie. Au demeurant, les anticipations d'inflation dans les pays de l'Union auraient dû être tempérées par les modifications structurelles apportées récemment au fonctionnement des marchés du travail en Europe afin d'accroître la flexibilité des salaires réels, par les réformes institutionnelles décidées dans certains pays en vue de conférer une plus grande indépendance à la banque centrale et par l'importance accrue donnée au maintien de l'inflation à un bas niveau. Mais, les prévisions des marchés financiers relativement à l'inflation semblent s'être écartées de celles des autorités dans certains pays, en raison du laps de temps nécessaire pour gagner la crédibilité auprès de ces marchés et des préoccupations suscitées corrélativement par le niveau des déficits budgétaires. Enfin, des facteurs étrangers aux données économiques de base, ainsi que l'intégration accrue des marchés de capitaux et l'existence d'opérations fondées sur l'effet de levier, semblent avoir entraîné un couplage étroit des marchés obligataires américain et européens.

Graphique 6

Rendements obligataires à long terme *

(moyennes mensuelles, en pourcentage)



Source : données nationales.

* Rendements des obligations à 10 ans ou à échéance la plus proche.

Pour des raisons d'échelle, on ne donne pas de taux pour la Grèce. Les données pour 1993 et 1994 figurent au tableau 3.

2.3 L'évolution des autres marchés d'actifs

En 1993, les marchés européens des actions ont été d'une manière générale orientés à la hausse. Au début de 1994, les indices boursiers nationaux avaient rejoint, ou approchaient, leur plus haut niveau antérieur. Cette tendance haussière, bien synchronisée entre les principales Bourses européennes, a marqué la continuation d'une situation qui s'était instaurée vers la fin de 1992, quand on prévoyait dans les différents pays que l'activité économique allait toucher le fond pour remonter par la suite. La multiplication des signes de reprise de l'économie et le redressement des bénéfices des entreprises ont été les principaux facteurs de la progression des cours, appuyés par la baisse des taux d'intérêt longs et courts. Dans certains pays, la hausse a été favorisée aussi, en 1993, par le recul du taux de change intervenu l'année précédente. Dans le courant de 1994, toutefois, la tendance haussière s'est arrêtée à travers toute l'Europe et les cours ont même baissé sur certaines places. Cela est peut-être lié jusqu'à un certain point à des rééquilibrages de portefeuilles étant donné que, en cas de hausse des rendements obligataires, il faut que les actions voient leur rendement monter également pour que les investisseurs soient incités à les conserver. Cela dit, le fléchissement de la cote des actions a été limité par rapport à celui des obligations et, dans la plupart des cas, il a simplement effacé la hausse observée en 1994 antérieurement au retournement de tendance. Dans l'ensemble, les marchés boursiers européens ont terminé l'année à des niveaux proches de ceux qu'ils avaient atteints à la fin de 1993.

L'évolution des marchés de l'immobilier résidentiel et de l'immobilier commercial a joué un rôle majeur pendant le dernier cycle économique dans un certain nombre de pays européens, comme ailleurs. En particulier, l'ampleur des baisses qu'ont accusées les prix de vente (non déflatés) a eu souvent de sérieuses répercussions sur la situation financière des ménages, des sociétés immobilières et des banques. Dans la plupart des pays membres pour lesquels on dispose de données chiffrées, les prix des logements sont restés stables en 1993-1994. Toutefois, des hausses se sont produites au Danemark et aux Pays-Bas, sous l'effet de facteurs propres à ces deux pays. Au Royaume-Uni, les prix dans ce secteur se sont stabilisés au cours des deux années considérées, après une longue période de forte baisse. La stabilité est également revenue peu à peu sur le marché de l'immobilier commercial dans la plupart des pays, alors que les prix avaient diminué auparavant (ces prix étant mesurés par les indices établis sur la base des ventes enregistrées dans les meilleurs emplacements urbains). En Espagne et au Royaume-Uni, par exemple, les prix ont marqué une certaine hausse après plusieurs années de baisse.

3. L'évolution des politiques économiques dans l'Union européenne

Comme on l'a vu dans les parties 1 et 2, les responsables de la politique monétaire dans les pays de l'Union ont opéré en 1993-1994 dans un contexte économique de plus en plus favorable, tout en se trouvant confrontés à des problèmes sérieux du fait des marchés de change et des marchés obligataires. En outre, l'évolution des soldes budgétaires est restée un sérieux sujet de préoccupation pour les autorités. On décrira en 3.1 la situation créée par l'orientation de la politique budgétaire, avant de procéder à l'évaluation de la politique monétaire (en 3.2) et de l'articulation interne de la politique macro-économique (en 3.3). Les données qu'on a utilisées pour les indicateurs budgétaires sont celles qui ont été fournies par la Commission dans le cadre de ses prévisions de l'automne 1994 ; les chiffres concernant cette année-là sont des estimations.

3.1 La politique budgétaire

Les premières années quatre-vingt-dix ont marqué un très net renversement de tendance dans l'évolution des déficits des administrations publiques dans l'Union. Après une longue période où ils allaient en se réduisant, on a vu la situation des finances publiques se dégrader sensiblement à partir de 1989. Le déficit global des pays de l'Union, qui s'établissait à 5 % du PIB en 1992, a atteint 6 % en 1993, niveau sans précédent depuis la création de la Communauté européenne. En 1994, il a baissé, très peu il est vrai, pour se situer à 5,6 % du PIB (voir le tableau 4).

Les évolutions nationales ont suivi à peu près ce schéma général. Alors que, en 1993, le déficit du secteur public a augmenté dans presque tous les pays, il a tendu à diminuer en 1994, pas assez, cependant, pour compenser les hausses importantes observées en 1993. Ainsi, les deux dernières années se sont soldées dans la plupart des cas par une détérioration de la situation au regard du critère de 3 % du PIB fixé par le traité de Maastricht. En même temps, le rapport du déficit au PIB fait ressortir pour 1994 des différences importantes entre les pays. A l'extrémité supérieure de la gamme des valeurs, on trouve la Grèce et l'Italie qui ont encore enregistré les découverts les plus considérables, alors que la majorité des pays membres présentent des chiffres s'étageant à peu près entre 4 et 6 %. Seules l'Allemagne et l'Irlande ont eu un déficit inférieur à 3 %, cependant que le Luxembourg affichait un excédent.

Tableau 4 Indicateurs budgétaires pour les Etats membres de l'UE
(en pourcentage du PIB)

	Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques				
	1990	1991	1992	1993	1994 ^(a)
Belgique	-5,4	-6,5	-6,7	-6,6	-5,5
Danemark	-1,5	-2,1	-2,5	-4,4	-4,3
Allemagne ^(b)	-2,1	-3,2	-2,6	-3,3	-2,9
Grèce	-14,0	-13,0	-11,7	-13,3	-14,1
Espagne	-3,9	-4,9	-4,2	-7,5	-7,0
France	-1,6	-2,2	-3,9	-5,8	-5,6
Irlande	-2,2	-2,1	-2,2	-2,5	-2,4
Italie	-10,9	-10,2	-9,5	-9,5	-9,6
Luxembourg	5,9	2,3	0,3	1,1	1,3
Pays-Bas	-5,1	-2,9	-3,9	-3,3	-3,8
Portugal	-5,5	-6,6	-3,3	-7,2	-6,2
Royaume-Uni	-1,5	-2,6	-6,2	-7,8	-6,3
UE (à 12) ^(c)	-4,0	-4,6	-5,0	-6,0	-5,6
Pour mémoire: déficit de l'UE corrigé des influences conjoncturelles	-5,5	-5,6	-5,3	-5,0	-4,9
	Endettement brut des administrations publiques				
	1990	1991	1992	1993	1994 ^(a)
Belgique	130,8	132,9	133,8	138,9	140,1
Danemark ^(d)	59,6	64,6	68,8	79,5	78,0
Allemagne ^(b)	43,8	42,1	44,8	48,1	51,0
Grèce	82,6	86,1	92,3	115,2	121,3
Espagne	45,1	45,9	48,2	59,8	63,5
France	35,4	35,8	39,6	45,8	50,4
Irlande	96,8	96,2	93,4	96,1	89,0
Italie	97,9	101,3	108,4	118,6	123,7
Luxembourg	5,4	4,9	6,0	7,8	9,2
Pays-Bas	78,8	78,9	79,9	81,4	78,8
Portugal	67,7	69,3	61,7	66,9	70,4
Royaume-Uni	...	35,8	42,0	48,3	50,4
UE (à 12) ^(c)	...	57,0	60,8	66,1	68,9

Source: Services de la Commission européenne, sur la base des chiffres communiqués par les pays membres; prévisions de la Commission (automne 1994).

(a) Chiffres provisoires.

(b) Allemagne de l'Ouest en 1990, ensemble de l'Allemagne par la suite.

(c) Voir la note du graphique 2.

(d) Voir la note (e) du tableau 9.

Pour analyser plus en détail l'évolution récente des déficits publics, on peut s'appuyer sur diverses estimations, faites par les organisations internationales, des composantes conjoncturelle et structurelle des soldes effectifs. Si de sérieuses réserves sur le plan méthodologique invitent à la prudence dans l'utilisation de ces estimations, celles-ci n'en apportent pas moins un éclairage valable, notamment en ce qui concerne l'évaluation des variations du solde structurel (par opposition à celles de son niveau).

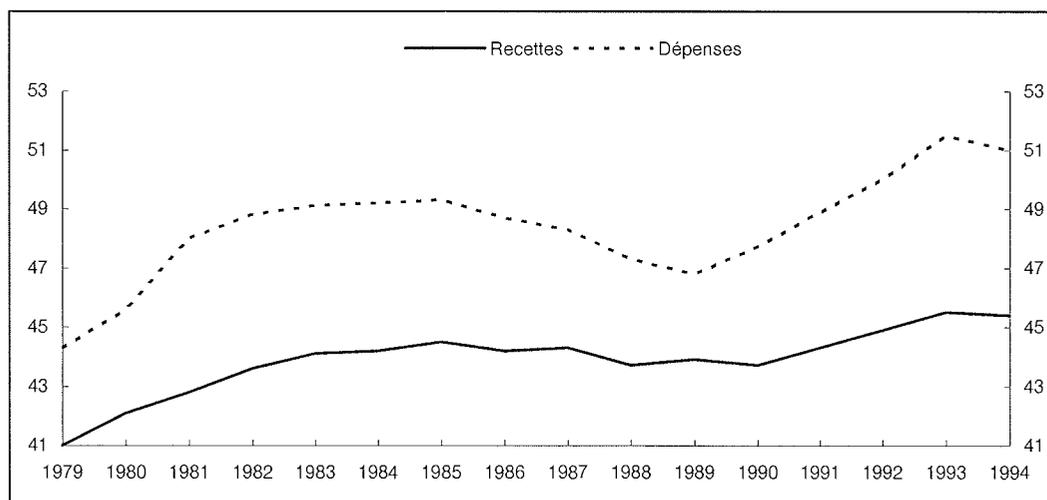
A la lumière des dernières estimations des déficits structurels effectuées par la Commission, il apparaît que l'évolution des finances publiques en 1993-1994 dans l'Union prise globalement a été principalement, sinon entièrement, le reflet de facteurs conjoncturels.

En 1994, le déficit structurel est resté pratiquement inchangé, ce qui donne à penser que l'amélioration des déficits effectifs a été due au retour de la croissance. De même, la dégradation de 1993 semble avoir été largement déterminée par la récession, les déficits structurels ayant accusé en moyenne une légère baisse.

L'examen des composantes structurelle et conjoncturelle des déficits budgétaires des pays de l'Union amène à se demander dans quelle mesure la réduction de ces déficits dans l'avenir sera liée à la poursuite escomptée de la croissance économique. Comme on l'a observé en 1993-1994, la situation des finances publiques réagit à la conjoncture de manière assez directe, par le jeu des stabilisateurs automatiques. Dans une phase de remontée de l'activité, ce sont le rendement accru des impôts directs ainsi que la diminution des versements au titre de l'assurance-chômage, et vice versa en période de récession. Toutefois, ces effets ne peuvent compenser que temporairement une dégradation des soldes structurels. Un redressement structurel s'impose, non seulement pour rendre viable la situation budgétaire, mais aussi pour pouvoir s'attaquer dans de meilleures conditions aux problèmes à long terme qui se posent aux pays membres. Celui du vieillissement de la population, en particulier, tend à accroître les dépenses relatives, par exemple, aux pensions de retraite et aux soins médicaux, qui sont généralement financées sur les recettes courantes. Comme la récession a pris fin et que l'activité s'est fortement redressée, il apparaît que la situation économique générale favorise aujourd'hui l'assainissement des finances publiques.

Il est aussi souhaitable de continuer à travailler à la réduction de la dimension du secteur public. L'augmentation générale des déficits depuis le début de la décennie s'est accompagnée d'un accroissement sensible tant des dépenses que des recettes publiques qu'il sera nécessaire de freiner (voir le graphique 7). En 1993, les dépenses et les recettes totales dans l'Union considérée globalement ont atteint de nouveaux sommets avec, respectivement, 51,5 % et 45,5 % du PIB. En 1994, le rapport des dépenses au PIB a légèrement diminué, revenant à 51 %, alors que le niveau des recettes restait inchangé. La progression des dépenses en 1993 peut être attribuée dans une large mesure à la consommation des administrations publiques et aux transferts. Il découle de ces chiffres que le solde primaire du budget des administrations (montant du déficit hors intérêts de la dette) est devenu négatif à proportion de 0,6 % du PIB ; il ne s'est amélioré que légèrement en 1994.

Graphique 7 Recettes et dépenses publiques dans l'UE
(en pourcentage du PIB de l'Union)



Source: Commission européenne.

Il importe d'ajouter que les chiffres des dépenses et des recettes qu'on vient de citer masquent, une fois encore, des différences assez sensibles entre les pays. C'est ainsi qu'en 1993 l'augmentation du rapport des dépenses au PIB a été supérieure à la moyenne au Danemark, en Grèce, en Espagne, en France et en Italie, alors qu'en 1994 le chiffre moyen serait en baisse, d'après les premières estimations, sauf au Danemark, en Grèce, en France et au Portugal. Sur le moyen terme, toutefois, la plupart des pays de l'Union accusent une hausse importante du niveau de leurs dépenses, comme de leurs recettes, en pourcentage du PIB, et c'est seulement dans quelques cas qu'une correction s'est opérée dernièrement. Une tendance à long terme à la hausse du ratio dépenses/PIB sera généralement difficile à contrebalancer par une augmentation du ratio mesurant les recettes, surtout dans les pays où la valeur de ce ratio est déjà relativement élevée. En particulier, à mesure que la pression fiscale s'accroît, on observe souvent une extension de l'évasion fiscale, un affaiblissement des incitations au travail et à l'épargne, ainsi qu'une baisse de l'efficacité économique.

D'une manière générale, il est préoccupant que le gonflement des déficits se soit accompagné d'un accroissement sensible des dépenses publiques. Ce phénomène est à l'origine d'un certain nombre de rigidités structurelles dans les pays de l'Union, lesquelles contribuent en retour à réduire la compétitivité vis-à-vis du reste du monde. Dès lors, la politique d'assainissement des finances publiques devrait, dans la plupart des pays membres, être axée principalement sur la réduction des dépenses courantes, plutôt que sur un nouvel alourdissement de la charge fiscale pesant sur le secteur privé.

Sous l'effet des évolutions décrites ci-dessus, le rapport de la dette publique brute au PIB de l'Union a augmenté de plus de cinq points en 1993, passant ainsi à 66 %, et de près de trois points supplémentaires en 1994 pour atteindre 69 % (voir le tableau 4). Cette progression rapide pendant les deux années tient à l'ampleur des nouveaux besoins de financement nets des administrations publiques dans les pays membres, mais aussi à la lenteur de la croissance du PIB nominal durant la récession de 1993. Dans certains pays, cependant, des facteurs spéciaux, relatifs aux dépôts à la banque centrale effectués par l'Etat et à l'incidence de la baisse du taux de change sur les contre-valeurs en monnaie nationale (pour les titres de la dette libellés en devises) doivent aussi être pris en considération, puisqu'ils expliquent certaines variations sensibles du ratio de la dette publique. C'est en particulier le cas du Danemark, de la Grèce, de l'Espagne, de l'Italie et du Portugal. De 1992 à 1994, ce ratio a augmenté dans tous les pays de l'Union à l'exception de l'Irlande et des Pays-Bas. En Grèce, il est passé de 92 à 121 %, en Italie de 108 à 124 %, en Espagne de 48 à 64 %, au Danemark de 69 à 78 %, en France de 40 à 50 %, au Royaume-Uni de 42 à 50 % et en Allemagne de 45 à 51 %. Dans l'ensemble, les pays (à l'exception du Luxembourg) dont la dette rapportée au PIB est inférieure au seuil de 60 % fixé par le traité de Maastricht ont marqué une tendance à se rapprocher rapidement de ce niveau, tandis que ceux (sauf l'Irlande) où le rapport dépasse largement la limite s'en sont encore écartés davantage.

Techniquement, l'évolution du ratio de la dette publique dépend de la différence entre le rythme de croissance du PIB en valeur et le taux d'intérêt servi sur l'encours de la dette, ainsi que de l'évolution du solde budgétaire primaire. Si une croissance plus forte du PIB en valeur et une baisse des taux d'intérêt peuvent contribuer à améliorer le ratio en question, on ne pourra en tout cas échapper à la nécessité de s'employer plus résolument à redresser le solde primaire.

Un déséquilibre durable de l'importance actuelle dans l'orientation de la politique budgétaire compromet gravement la stabilité des prix, ainsi que la croissance potentielle à plus long terme. Un secteur public occupant une trop grande place dans l'économie est également peu propice à la poursuite d'une politique monétaire axée sur la stabilité. La question du dosage entre l'action budgétaire et monétaire sera examinée plus bas (3.3).

3.2 La politique monétaire

On décrira ici l'évolution monétaire dans les pays membres de l'Union, sous l'angle des taux d'intérêt à court terme, des agrégats de monnaie et d'autres indicateurs monétaires, avant d'examiner les changements intervenus dans les stratégies suivies, mais aussi les éléments de continuité, après l'élargissement des marges de fluctuation dans le MCE.

Les taux d'intérêt à court terme

Pendant la majeure partie de la période 1993-1994, les banques centrales des pays de l'Union ont maintenu leur politique de réduction progressive des taux d'intérêt officiels ou directeurs, permettant ainsi une nouvelle baisse des taux à court terme sur le marché (voir le graphique 8). Dans certains pays membres, toutefois, ces taux ont accusé une vive hausse pendant de brèves périodes, en raison des tensions sur les changes qu'on a analysées plus haut (2.1). Globalement, le processus de diminution des taux d'intérêt officiels ou directeurs s'est poursuivi jusqu'à l'été 1994. Seuls la Grèce et le Portugal ont réduit les leurs ultérieurement dans l'année, après les avoir portés à un niveau élevé vers la fin du printemps pour défendre leurs monnaies respectives contre les assauts de la spéculation.

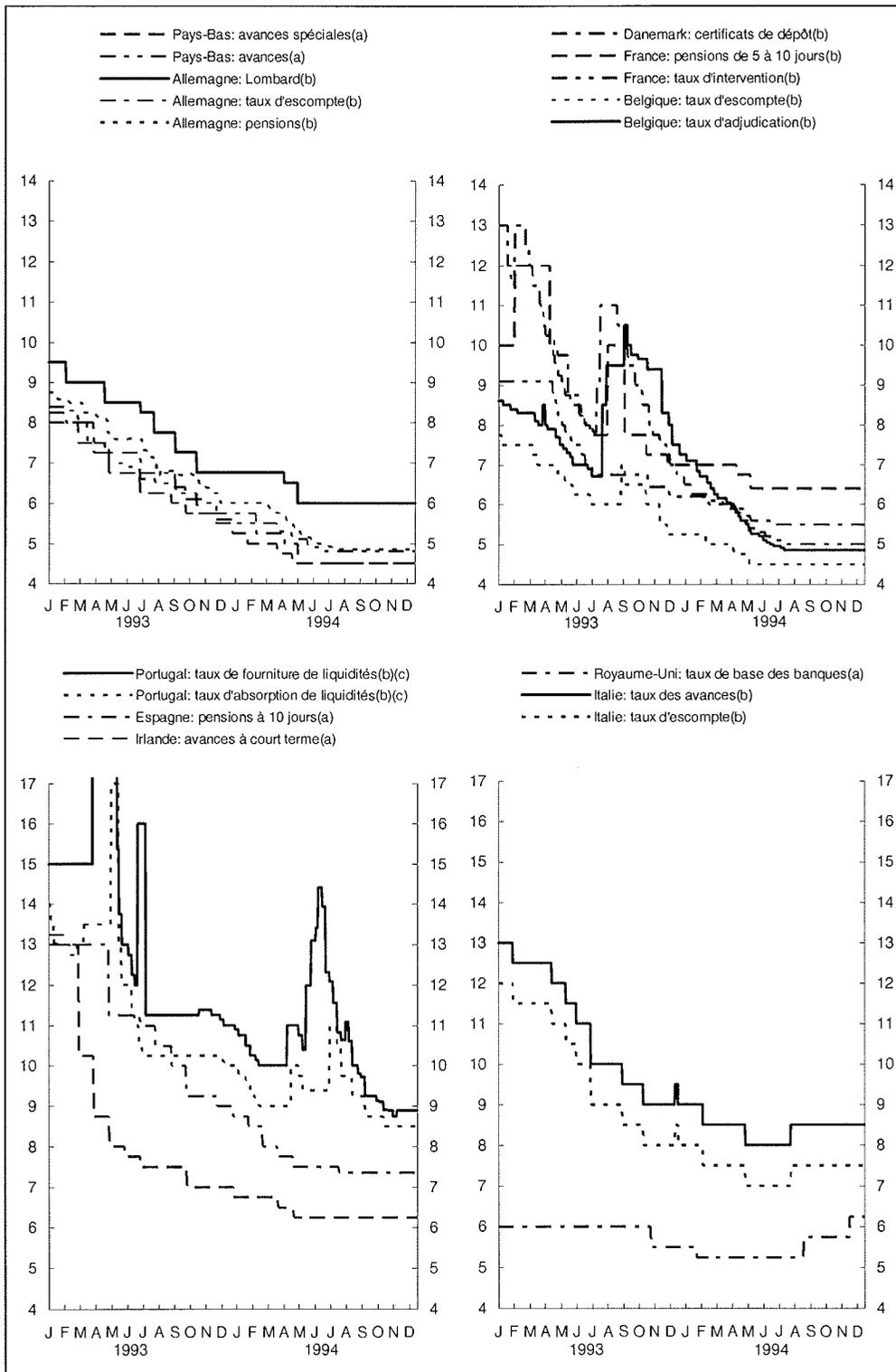
Si les taux d'intérêt officiels ou directeurs n'ont été réduits que par petites étapes successives, c'est au total une baisse importante qui a été réalisée. Le taux d'escompte en Allemagne, par exemple, a diminué de 4,25 points, par rapport à son «pic» de juillet 1992, pour se stabiliser au niveau de 4,5 % depuis mai 1994. Sur les deux années écoulées jusqu'en juillet 1994, le taux des prises en pension de la Banque fédérale d'Allemagne a reculé de 4,85 points, après quoi il s'est maintenu à 4,85 % pendant le reste de l'année.

En général et, notamment, grâce à la prudence avec laquelle les pays participant au MCE ont assoupli leur politique monétaire, les tensions sur les changes qui s'étaient produites en juillet 1993, et qui avaient entraîné le mois suivant l'élargissement des marges de fluctuation, se sont apaisées. Les monnaies participantes ont réintégré leurs anciennes limites d'intervention ou elles ont fluctué à proximité de leurs anciens cours planchers bilatéraux contre deutschemark. Pour de nombreux pays, le rétablissement de la stabilité dans le MCE s'est accompagné du retour des écarts de taux d'intérêt à court terme vis-à-vis de l'Allemagne à leurs valeurs d'avant la crise (voir aussi le graphique 4), ainsi que d'une moindre variabilité de ces écarts. En Belgique, le taux de l'argent entre banques à trois mois, qui avait fortement augmenté pendant l'été 1993, a reflué vivement par la suite, pour s'établir de nouveau au même niveau qu'en Allemagne vers la fin de 1994. Les taux à court terme aux Pays-Bas, qui fluctuaient légèrement au-dessous des taux allemands correspondants, les ont rejoints au milieu de l'année 1994. En France, l'écart de taux sur le marché monétaire par rapport à l'Allemagne est resté assez stable pendant la majeure partie de 1994. A la fin de l'année, on a observé un certain glissement du franc français et une augmentation de l'écart de taux d'intérêt sous l'effet de l'évolution politique. Ailleurs, et particulièrement en Espagne, des facteurs analogues, mais plus accusés, ont entraîné une certaine instabilité dans les taux de change et les taux d'intérêt à court terme.

En dehors du MCE, les banques centrales de l'Italie et du Royaume-Uni, au vu de signes d'un assombrissement des perspectives en matière d'inflation, ont décidé, au second semestre de 1994, de relever à titre préventif les taux officiels, montrant ainsi leur volonté d'assurer et de maintenir la stabilité des prix.

Graphique 8

Taux d'intérêt officiels ou directeurs dans
les pays membres de l'UE *
(en pourcentage)



Source : données nationales.

* Pour des raisons d'échelle on n'a pas donné de taux pour la Grèce; le taux Lombard y était de 30 % à fin décembre 1994. Au Portugal, le taux de fourniture de liquidités a été supérieur à 17 % de mars à mai 1993. La série a été laissée en blanc pour cette période.

(a) En fin de mois.

(b) En fin de semaine.

(c) Taux des opérations occasionnelles (jusqu'à une semaine).

Les agrégats monétaires

Au cours des années 1993-1994, le rythme d'expansion monétaire a sensiblement différé suivant les pays. Ces divergences, cependant, s'expliquent largement par des facteurs exceptionnels ou temporaires, tout particulièrement en Allemagne et en France, où l'évolution des agrégats monétaires a accusé des distorsions de sens opposé. Cette situation a rendu plus difficile la conduite de la politique monétaire pour les banques centrales fixant des objectifs monétaires chiffrés ou surveillant des fourchettes d'évolution, ce qui a amené les autorités de certains pays à suivre une plus large gamme d'indicateurs.

En Allemagne, la croissance monétaire a continué d'être nourrie par l'expansion rapide du crédit, de sorte que l'agrégat de référence est sorti de la fourchette prévue pendant la majeure partie de 1993. Après un dépassement considérable dans les premiers mois de 1994, dû en grande partie aux modifications apportées à la législation fiscale et à l'incertitude grandissante régnant sur les marchés obligataires mondiaux, le taux de progression de M3 a marqué les mois suivants un net ralentissement et a réintégré la fourchette-objectif vers la fin de l'année (voir le tableau 5). Ce ralentissement s'explique essentiellement par les remaniements de portefeuilles opérés par les agents du secteur non bancaire au profit d'éléments de passifs bancaires à long terme non pris en compte dans l'agrégat de référence, à la suite du retour de la courbe des rendements à un profil normal avec la hausse des taux à long terme. La dissipation de l'effet des facteurs spéciaux liés à la fiscalité et les sorties de capitaux ont contribué aussi à cette évolution. Les investissements du public dans les fonds communs de placement monétaire allemands (autorisés en août 1994 et non compris dans M3) ont joué un rôle également.

Tableau 5 Agrégats monétaires - objectifs et fourchettes indicatives
(variations annuelles en %*)

	Variable-objectif	1993		1994		1995
		Objectif	Résultat	Objectif	Résultat	Objectif
Allemagne	M3	4,5-6,5	7,5	4-6	5,7	4-6
Grèce	M3	9-12	15,0	8-11	8,1	7-9
Espagne	ALP	4,5-7,5	8,6	-	-	-
France	M3 ^(a)	4-6,5	-2,1	5	1,2	5
Italie	M2	5-7	7,9	5-7	2,9	5
	Variable surveillée	Fourchette	Résultat	Fourchette	Résultat	Fourchette
Espagne	ALP ^(b)	-	-	3-7	8,2	<8
Royaume	M0	0-4	4,5	0-4	5,6	0-4
-Uni	M4	3-9	3,3	3-9	5,6	3-9

Source: banques centrale nationales.

* D'un 4e trimestre au 4e trimestre suivant ou de décembre à décembre (RU: de mars à mars).

(a) Objectif à moyen terme à partir de 1994.

(b) Référence à moyen terme à partir de 1995.

Les autres pays ayant fixé des objectifs quantitatifs ou des fourchettes indicatives ont aussi éprouvé des difficultés, en 1993-1994, à maintenir la courbe de la croissance monétaire sur la bonne trajectoire. En France, le taux d'expansion monétaire est devenu négatif à l'été 1993, les ménages ayant, à la faveur de modifications du régime fiscal, effectué d'importantes ponctions sur leurs avoirs en instruments financiers à court terme (en particulier les parts de SICAV monétaires qui, dans ce pays, sont incluses dans M3) pour acquérir des titres d'un grand emprunt d'Etat et des actions de sociétés privatisées. L'un des facteurs sous-jacents à la contraction de M3 a été la stagnation du crédit au secteur privé. Au cours de l'année 1994,

l'agrégat M3 s'est redressé, tout en restant bien en deçà de l'objectif de croissance à moyen terme. L'endettement intérieur total a été rajouté à partir du début de 1994 aux indicateurs déjà surveillés par les autorités monétaires. Sa progression s'est aussi ralentie fortement pendant l'année, mais elle s'est poursuivie grâce à la fermeté de la demande de crédit émanant de l'Etat.

En Espagne, la demande de monnaie a été assez fluctuante en 1994, à cause des arbitrages de portefeuille consécutifs à l'apparition de nouveaux instruments financiers et sous l'influence de l'incertitude affectant les marchés obligataires. Le principal agrégat monétaire constituant la cible des autorités (ALP : actifs liquides détenus par le public) a dépassé la fourchette prévue en 1993 et en 1994. Tel a été le cas également en Italie, en raison notamment des excédents de la balance des paiements. Pendant l'année 1994, la croissance de la masse monétaire au sens large (M2) a dépassé la limite supérieure de la fourchette au premier semestre, mais elle s'est très fortement ralentie dans les six derniers mois, si bien qu'au quatrième trimestre elle est tombée au-dessous de la limite inférieure prévue pour l'année. Au Royaume-Uni, le taux d'expansion de la masse monétaire au sens étroit (M0) a excédé très largement, en 1994, la fourchette indicative fixée par les autorités. Cela peut s'expliquer par la réduction antérieure des taux d'intérêt, qui a abaissé le coût d'opportunité de la détention de monnaie, et par la progression relativement forte des ventes de détail. Le taux de croissance de M4 est resté proche du centre de la fourchette indicative. En Grèce, la croissance monétaire, qui s'inscrivait antérieurement sur une pente ascendante, a commencé de se ralentir, si bien que vers la fin de l'année son taux évoluait à l'intérieur de la fourchette normative.

Une fois globalisée au niveau de l'Union, l'expansion de la masse monétaire au sens large (agrégat M3 harmonisé) apparaît comme ayant progressivement ralenti en 1993, pour se stabiliser en 1994 à un taux annuel moyen légèrement supérieur à 5,0 %. Ce ralentissement s'est accompagné d'une baisse des taux d'intérêt à court terme et d'un redressement du rythme de progression du revenu nominal dans l'Union. On doit cependant observer que ces évolutions recouvrent des tendances divergentes au niveau des pays considérés individuellement.

Les autres indicateurs monétaires

Les taux d'intérêt à court terme réels, mesurés par la différence entre le taux nominal du marché et le taux de hausse des prix à la consommation sur douze mois, ont été dans l'Union plus élevés que d'habitude, en 1993, si l'on considère le stade du cycle où se trouvait l'économie. En moyenne sur l'ensemble des pays de l'Union, ils ont cependant baissé sensiblement, revenant des 8 % où ils culminaient à l'automne de 1992 à leur point bas de 3,5 % en août 1994. On a toutefois enregistré une légère remontée de ces taux à la suite de la forte reprise de l'activité économique.

La courbe des rendements a accusé un retournement très net pendant la période 1993-1994, puisqu'elle a abandonné sa pente descendante pour retrouver un profil ascendant, plus normal, dans tous les pays membres, (le changement s'étant opéré en premier lieu en Italie et au Royaume-Uni) ; mais, contrairement à ce qu'on observait dans le passé, la reprise économique s'est amorcée dans l'Europe continentale avant même que la courbe des rendements ne redevienne positive. Le renversement de tendance a reflété dans un premier temps la détente progressive des conditions monétaires mentionnée plus haut, avant que la poussée soudaine des taux d'intérêt à long terme ne prenne sa place comme facteur dominant.

Bien que le marché immobilier ait été bien orienté dans certains pays, les prix des actifs ont été généralement faibles en 1994, de sorte qu'ils n'ont guère donné de motifs de

préoccupation sur le plan de l'inflation (voir 2.3). En revanche, les cours auxquels se sont traités les contrats à terme de taux d'intérêt courts témoignaient d'une appréciation plus pessimiste des perspectives d'inflation. Au premier trimestre de 1994, le marché des contrats à terme de taux à 3 mois sur l'euro-deutschemark a accusé un retournement de tendance, lequel était lié à un revirement des anticipations relatives à la politique monétaire allemande, les opérateurs cessant d'escompter un nouvel assouplissement pour s'attendre à une orientation plus restrictive. Les contrats de taux à 3 mois sur sterling ont indiqué un renversement encore plus important dans les prévisions d'évolution des taux d'intérêt à court terme. Toutefois, les anticipations implicites de ce genre doivent être considérées avec prudence, car ces contrats à terme semblent réagir à l'excès aux informations nouvelles, sans compter qu'ils traduisent peut-être aussi une augmentation des primes de risque liée à l'incertitude grandissante qui enveloppe les marchés financiers en général.

Changements et continuité dans les stratégies monétaires

Après l'élargissement des marges de fluctuation dans le MCE, décidé le 2 août 1993 (voir en 2.1), les banques centrales des pays participants avaient en principe la possibilité, avec la marge de manoeuvre plus grande dont elles disposaient désormais, d'accorder une moindre importance au taux de change dans la conduite de la politique monétaire. Nombre d'observateurs, à ce moment, voyaient là un moyen de résoudre le dilemme dans lequel les autorités de plusieurs pays leur paraissaient enfermées : celui d'avoir à maintenir les taux d'intérêt à court terme à un niveau jugé incompatible avec la médiocrité de la conjoncture et avec un taux d'inflation faible ou en baisse, mais également inapproprié au regard des différences entre pays dans le processus de transmission des impulsions monétaires (voir l'encadré 2). La solution consistant à reléguer le taux de change au second plan, en tant que pôle d'ancrage nominal, n'a pourtant pas été retenue généralement, ce qui confirme que le MCE continuait à fonctionner comme l'instrument permettant la coordination des politiques monétaires nationales. Néanmoins, certains changements sont intervenus en 1993-1994 dans la stratégie des autorités monétaires de plusieurs pays de l'Union.

Ce qui n'a pas changé, c'est l'objectif ultime de la politique monétaire, à savoir la stabilité des prix, qui conditionne une croissance économique durable et un niveau satisfaisant de l'emploi. Cet objectif primordial peut être défini comme l'obtention d'un taux d'inflation assez bas pour ne plus fausser les décisions d'épargne et d'investissement du secteur privé.

Dans le groupe des pays participant au MCE, la Banque fédérale d'Allemagne a continué d'être guidée, en 1993-1994, par un objectif intermédiaire de croissance monétaire centré sur M3. Les banques centrales de la plupart des autres membres du groupe ont fait du taux de change leur objectif intermédiaire principal pour la réalisation de l'objectif final ou bien, comme c'est le cas de la Banque de France, elles ont maintenu un objectif intermédiaire à la fois pour la valeur externe de la monnaie et pour le taux de croissance de M3. Certains parmi les pays participant au MCE avaient jugé bon, dans le passé, d'annoncer un objectif intermédiaire chiffré de croissance monétaire, dont la poursuite faciliterait le respect de l'objectif de change. Ces derniers temps, cependant, ils ont dû se poser la question de savoir si et comment il convenait d'adapter la conduite de leur politique au nouveau contexte : déréglementation des marchés financiers, libéralisation des mouvements internationaux de capitaux, intégration économique et financière de plus en plus poussée, distorsions résultant des innovations financières et nouveau régime du MCE.

Encadré 2 Les différences entre pays dans le processus de transmission des impulsions monétaires

Une banque centrale, en tant que seule pourvoyeuse de base monétaire, est en mesure d'influer fortement, *sinon d'avoir un contrôle absolu, sur les taux d'intérêt du marché monétaire en fixant les conditions auxquelles elle fournit ou retire des liquidités*. Les différents circuits à travers lesquels ces modifications des taux d'intérêt officiels ou directeurs se répercutent sur le niveau de la production et de l'inflation constituent globalement le processus de transmission des impulsions monétaires. Si ces canaux sont à peu près les mêmes dans tous les pays de l'Union, les différences qu'on relève d'un pays à l'autre dans le processus de transmission font qu'une modification donnée des taux d'intérêt affectera différemment, à terme, les prix et la production suivant le pays considéré. Dans la phase 2, ces différences pourraient devenir une source de conflits d'objectifs pour les autorités monétaires des divers pays membres, si la politique de taux d'intérêt que postule le maintien de la stabilité du taux de change devait diverger de celle qui serait jugée compatible avec les objectifs internes. Elles auront aussi des conséquences importantes pour une future Union monétaire, comme on le verra au chapitre II.

Voici les principaux aspects pour lesquels on relève des différences entre pays membres dans le domaine ici considéré :

- importance du financement à long terme à taux fixe par rapport aux financements à taux variable ou court ;
- importance et composition des bilans des secteurs non financiers ;
- degré d'ouverture de l'économie et importance du canal de taux de change ;
- vitesse à laquelle les variations des taux du marché monétaire et des taux officiels se répercutent sur les taux créditeurs et débiteurs ;
- différences dans les mécanismes de formation des salaires et des prix.

Divers problèmes risquent de surgir pour les autorités monétaires quand il y a des différences dans ces domaines. Là où le secteur privé se finance surtout à taux court ou à taux variable, la politique monétaire influera plus fortement sur l'économie pour une structure donnée des comptes du secteur privé. A l'intérieur de l'Union, les crédits assortis de taux à court terme ont une importance relativement mineure pour les ménages et les entreprises au Danemark, en Allemagne, aux Pays-Bas et en Suède ; elle est légèrement plus marquée en France et en Autriche.

L'importance et la composition des bilans dans le secteur privé non financier influent sur la mesure dans laquelle les effets potentiels de la politique monétaire sur les comportements s'exercent effectivement. Dans une économie où les crédits sont, dans une forte proportion, assortis de taux à court terme ou d'un taux variable (comme au Royaume-Uni et en Irlande), les modifications des taux officiels se répercutent plus rapidement et sensiblement sur la dépense globale. Même si l'endettement est en grande partie à long terme et à taux fixe, un niveau élevé de cet endettement (c'est le cas de la Suède) peut avoir une incidence sur le processus de transmission.

Si la dette publique est assortie pour une large part de taux variables ou est à court terme, comme au Portugal, en Italie et en Grèce, le resserrement monétaire peut être contrebalancé assez rapidement par un soutien budgétaire, tant que l'accroissement des versements d'intérêts sur la dette profite aux résidents. Cet effet varie avec le niveau d'endettement du secteur public (voir le tableau 4). A des charges d'intérêts et la crainte moyen terme, cependant, il peut y avoir un effet de contraction, du fait que l'augmentation d'un alourdissement sans fin de ces charges contraindront à donner une orientation plus rigoureuse à la politique budgétaire. Dans ce contexte, il y a une forte corrélation entre la capacité de l'Etat de placer des titres à long terme et à taux fixe et l'évolution de l'inflation dans le passé. En outre, si la dette a été contractée en devises dans une forte proportion il s'établit une relation entre la politique monétaire et la politique budgétaire par le canal du taux de change.

Encadré 2 (suite)

Le degré d'ouverture de l'économie dans les pays membres détermine, entre autres, la vitesse et l'ampleur des répercussions sur la production et le taux d'inflation des variations du taux de change provoquées par les décisions de politique monétaire. L'ouverture totale (et par suite la sensibilité aux évolutions extérieures) tend actuellement à augmenter dans certains pays de l'Union parallèlement au processus d'intégration. Toutefois, dans la mesure où les pays membres réussissent à maintenir stables les taux de change intracommunautaires, les disparités entre ces pays dans l'importance des échanges avec la zone extérieure à l'UE sont le meilleur indicateur de l'étendue des différences dans la transmission par la voie du taux de change. L'ouverture sur les pays extérieurs à l'UE est particulièrement grande le total des exportations et des importations dépassant 25 % du PIB dans l'UEBL et l'Irlande, et elle est nettement plus importante en Allemagne et au Royaume-Uni qu'en France et en Italie.

Si le processus de transmission des impulsions monétaires diffère d'un pays européen à l'autre, c'est aussi parce que la vitesse à laquelle les variations des taux du marché monétaire se répercutent sur les taux débiteurs et créditeurs des banques n'est pas partout la même, et enfin parce que les différences de comportement en matière de salaires et de prix font que l'incidence sur la production et le taux d'inflation des variations de la demande excédentaire provoquées par la politique monétaire est plus ou moins grande suivant les pays.

S'il est relativement facile de détecter les différences de structure considérées individuellement, il est moins simple de déterminer dans quelle mesure ces différences, une fois agrégées au niveau macro-économique, ont une influence significative sur le processus global de transmission. Le résultat le plus important qui se dégage de la comparaison des simulations effectuées à l'aide de modèles macro-économiques est que, dans le groupe des quatre plus grands pays membres, les modifications des taux officiels se répercutent sur le PIB nominal plus rapidement et fortement au Royaume-Uni qu'en Allemagne, en France et en Italie. On ne peut cependant exclure l'existence de ruptures structurelles dans les relations économétriques, risquant d'affecter ou même de réduire à peu de choses la validité de ces résultats dans leur application à la situation actuelle.

Parmi ces différences dans le processus de transmission, certaines devraient se réduire dans les années à venir sous l'effet de la convergence accrue des taux d'inflation des pays membres (qui pourrait, par exemple, encourager le financement à long terme et à taux fixe) ainsi que des conséquences d'une concurrence internationale de plus en plus vive et d'une intégration financière de plus en plus poussée (évolutions susceptibles de rendre plus uniforme la transmission des variations des taux du marché monétaire aux conditions débitrices des banques). En outre, divers changements qui sont intervenus ces derniers temps sur les marchés financiers et les marchés du travail pourraient eux aussi augmenter la convergence (pour les marchés du travail, voir l'encadré 1). En revanche, on verra probablement persister des différences dans le degré d'ouverture de l'économie et dans la situation des secteurs (créanciers nets ou débiteurs nets), tout particulièrement celles qui résultent de divergences dans les préférences des agents.

Les banques centrales de quelques grands pays du MCE à l'économie moins ouverte ont eu tendance à adapter leurs méthodes de ciblage monétaire, ou bien elles ont fait le choix d'une autre voie. A partir de 1994, la Banque de France a assigné à son agrégat monétaire de référence, M3, un taux de croissance de 5 % à moyen terme et ajouté à cet objectif l'endettement intérieur total comme indicateur important des conditions de financement. En outre, elle prend en compte l'évolution des taux d'intérêt à long terme et la balance des paiements. Après la libéralisation des mouvements de capitaux avec l'étranger en février 1992, la Banque d'Espagne a eu de plus en plus de mal à contrôler l'agrégat monétaire ALP sur lequel elle centre son action. L'apparition de nouveaux instruments financiers (essentiellement les fonds communs de placement) et la fréquence des arbitrages de portefeuille effectués par le public ont encore aggravé récemment les problèmes de stabilité de cet agrégat. Dans ces conditions la Banque d'Espagne en est venue, en 1994, à reconnaître qu'ALP ne pouvait constituer qu'une base chiffrée de référence pour déterminer si les conditions monétaires permettaient d'avancer sur la voie de la stabilité des prix. A compter de 1995, elle a remplacé son objectif de croissance monétaire par un objectif axé directement sur le taux d'inflation à moyen terme (voir le tableau 6), tout en réaffirmant ses engagements en matière de taux de change et en maintenant la surveillance de divers indicateurs complémentaires, au premier rang desquels on retrouve l'agrégat ALP. Enfin, depuis le début de 1993, quelques petits pays à l'économie ouverte, comme le Danemark, les Pays-Bas et le

Portugal, ont décidé d'abandonner leurs objectifs intermédiaires respectifs d'expansion (de la contrepartie interne) de la masse monétaire.

Tableau 6 **Objectifs de taux d'inflation annoncés**
(pourcentages annuels de variation)

	Variable représentative de l'inflation ^(a)	1993		1994		1995	Objectif à moyen terme
		Objectif	Résultat	Objectif	Résultat	Objectif	
Espagne	IPC	-	4,6	-	4,7	-	<3 ^(b)
France	IPC	-	2,1	≤2	1,6	≤2	≤2
Italie	IPC	4-5	4,3	3,5	3,9	2,5	-
Finlande	IPCX	-	2,6	-	1,3	2	2
Suède	IPC	- ^(c)	4,7	- ^(c)	2,2	1-3	1-3
Royaume-Uni	IPDX	1-4	3,0	1-4	2,4	1-4	1-2,5 ^(d)

Source: Données nationales.

(a) IPC = indice des prix à la consommation, IPCX = IPC non compris l'incidence des impôts indirects, des subventions et des dépenses en capital pour le logement, IPDX = indice des prix de détail hors versement d'intérêts hypothécaires.

(b) Objectif pour 1997.

(c) L'objectif en matière d'inflation pour 1993 et 1994 a été d'empêcher le taux d'inflation sous-jacent d'augmenter.

(d) D'ici à la fin de la législature actuelle (avril 1997 au plus tard).

Les pays ayant suspendu leur participation au MCE en 1992 eurent à redéfinir leur stratégie monétaire de manière plus radicale, s'efforçant de trouver des voies nouvelles pour montrer au public leur volonté d'assurer la stabilité des prix. A cette fin, au Royaume-Uni, les autorités monétaires ont donné à la politique monétaire un nouveau type de formulation, centré sur un objectif direct de taux d'inflation (voir le tableau 6). Les décisions relatives aux taux d'intérêt sont fondées désormais sur une évaluation approfondie des perspectives à moyen terme en matière d'inflation, qui prend en compte les éléments d'information fournis par tous les indicateurs disponibles, notamment les agrégats monétaires de définition étroite et large (pour lesquels sont fixées des fourchettes indicatives d'évolution), le taux de change effectif et les prix des actifs. En Italie, une fois la lire devenue flottante, les autorités donnèrent une plus grande importance à un objectif chiffré de croissance monétaire, tout en suivant conjointement d'autres indicateurs, notamment un agrégat de crédit et le taux de change. Toutefois, constatant que les remous ayant agité ces derniers temps les marchés du crédit et des capitaux avaient affecté la croissance de M2 et rendu son interprétation plus aléatoire, la Banque d'Italie a décidé d'annoncer pour 1995 un objectif central de référence pour M2 5 % et d'utiliser divers indicateurs précurseurs de tensions inflationnistes, le taux de change continuant de jouer un rôle important.

La Banque de Grèce a fixé un objectif intermédiaire d'expansion de M3 qui est cohérent avec un repli du taux d'inflation. En outre, elle a suivi une politique de taux de change rigoureuse, ne laissant la dépréciation de la monnaie en termes effectifs compenser que partiellement un taux d'inflation plus élevé que celui des concurrents étrangers. A la suite de la libéralisation progressive des mouvements de capitaux, processus achevé en mai 1994, les autorités ont donné plus de poids à l'objectif de change relativement à l'objectif de croissance monétaire.

Dans le groupe des pays nouvellement entrés dans l'Union, l'Autriche maintient depuis longtemps un lien étroit entre sa monnaie et le deutschemark pris comme point d'ancrage nominal, alors que la Suède et la Finlande ont annoncé des objectifs chiffrés de taux d'inflation après qu'elles eurent décidé de laisser flotter leur monnaie.

Justesse des orientations de la politique monétaire dans l'Union européenne

Pour juger valablement du caractère approprié de l'orientation de la politique monétaire, on ne saurait se limiter aux évolutions observées à l'échelle de l'Union ; il faut aussi une analyse par pays. Les raisons en sont évidentes. En premier lieu, les banques centrales nationales demeurent responsables de leur politique monétaire dans la phase 2. En second lieu, et sans même parler des différences conjoncturelles, les différences structurelles entre pays de l'Union – celles, par exemple, qui concernent les mécanismes de transmission des impulsions monétaires (voir l'encadré 2) – existent toujours et ne se réduiront sans doute que très progressivement. Pour le moment, les banques centrales vont donc continuer à opérer dans des contextes différents.

En Allemagne, la conjoncture économique des années 1993-1994 a permis à la Banque fédérale de poursuivre la politique d'abaissement prudent des taux d'intérêt officiels ou directeurs qu'elle avait amorcée en septembre 1992. Cela était justifié essentiellement par l'amélioration des perspectives en matière d'inflation, à laquelle ont contribué largement la fermeté du deutschemark, l'évolution vers un assainissement des finances publiques et la conclusion d'accords de salaires empreints de modération. De plus, la baisse régulière des taux d'intérêt à long terme en Allemagne, en 1993 et au début de 1994, a paru confirmer que les marchés étaient confiants dans un recul de l'inflation à plus long terme. Bien que le taux de croissance de M3 eût dépassé la fourchette normative pendant une longue période de temps, ce dérapage a été considéré en large part comme un phénomène temporaire, lié à un certain nombre de facteurs exceptionnels, et non pas comme le signe avant-coureur d'une hausse du taux d'inflation. Néanmoins, étant donné qu'il était difficile d'évaluer la situation monétaire véritable, les autorités ont estimé à juste titre devoir agir prudemment dans le maniement des taux d'intérêt, de manière à ne pas compromettre leur crédibilité et à ne pas ajouter à l'incertitude régnant sur les marchés financiers. Rétrospectivement, on constate que la Banque fédérale d'Allemagne a réussi à la fois à ramener le taux d'expansion monétaire dans le cadre des objectifs et à faire reculer l'inflation, tout en maintenant la crédibilité de sa stratégie de ciblage monétaire et en ne compromettant pas la reprise économique.

Il semble que d'autres banques centrales de l'Union aient amélioré leur image auprès des marchés financiers ces deux dernières années quant à leur détermination à maintenir une orientation anti-inflationniste. Au second semestre de 1993 et dans les premiers mois de 1994, les banques centrales des pays participant au MCE ont réduit prudemment les taux d'intérêt officiels ou directeurs et réussi à réduire les écarts de taux d'intérêt à court terme avec l'Allemagne, tout en évitant l'apparition de tensions majeures sur les changes pendant l'essentiel de cette période. Outre le progrès dans le sens de la convergence des taux d'inflation, le synchronisme des phases de reprise économique semble aussi avoir joué à cet égard. Il y a tout de même eu quelques courtes périodes d'instabilité des changes, liées en général aux incertitudes politiques internes, qui ont eu pour effet d'élargir temporairement les écarts de taux d'intérêt à court terme. De plus, les écarts de taux à long terme vis-à-vis de l'Allemagne ont tendu à s'accroître durant l'année 1994, indiquant, conjointement avec d'autres facteurs, la persistance de problèmes économiques sous-jacents (voir 2.2).

En dehors du MCE, les autorités monétaires du Royaume-Uni ont vu leur crédibilité augmenter, grâce à la manière résolue dont elles ont relevé les taux d'intérêt à deux reprises, en 1994, pour prévenir des tensions inflationnistes. Comme on l'a déjà noté, elles utilisent, pour peser les risques d'inflation, toute une batterie d'indicateurs qu'elles synthétisent pour en dégager une projection d'inflation pour les deux années suivantes, en faisant l'hypothèse de politiques inchangées. Quand cette prévision fit apparaître de plus en plus probable un dépassement de la fourchette normative (1-2,5 %) vers la fin de la législature actuelle, il fut jugé opportun de relever par anticipation les taux d'intérêt officiels à court terme, alors même que le taux d'inflation du moment était à son plus bas niveau depuis 27 ans. En Italie, la politique monétaire est également devenue plus restrictive au vu de signes indicateurs d'une

remontée de l'inflation, mais, tout comme en Grèce, les autorités monétaires avaient à porter le poids d'un déséquilibre budgétaire qui compliquait gravement le dosage de la politique économique.

En résumé, l'incertitude engendrée par les remous ayant agité le MCE en 1992-1993 imposait absolument que la politique monétaire demeure un pôle crédible pour la stabilité nominale. Ainsi, l'action sur les taux d'intérêt devait être menée avec prudence, sans faire courir de risques inutiles, pour la raison notamment qu'on n'était toujours pas certain, dans beaucoup de pays, que la politique budgétaire et les salaires évolueraient aussi d'une manière propice à la stabilité. Le retour au calme à l'intérieur du MCE, conjugué au ralentissement sensible de l'inflation dans tous les pays de l'Union, semble prouver de prime abord que la politique monétaire, tant dans les différents pays qu'au niveau global, a suivi un cours largement approprié. On verra (au 4.1 du présent chapitre) dans quelle mesure on peut porter une appréciation analogue sur l'orientation future de cette politique.

3.3 L'articulation interne de la politique macro-économique

Le maintien de la stabilité des prix requiert la coopération et le soutien de la politique budgétaire, afin qu'il y ait équilibre entre les deux grands moyens d'action de la politique économique. A cet égard, les autorités monétaires n'ont pas eu la tâche facile ces dernières années, en raison du gonflement des déficits publics et du niveau élevé de la dette publique dans beaucoup de pays membres.

Tout d'abord, la persistance d'amples besoins de financement du secteur public risque de faire naître la crainte qu'une politique monétaire rigoureuse ne puisse garder durablement cette orientation, ce qui laisserait présager une poussée d'inflation et une baisse du taux de change. Il est possible que les agents économiques soient amenés à prendre de telles anticipations en compte dans la détermination des prix et les négociations salariales. En second lieu, le gonflement de la dette qu'entraînent ces déficits crée une tension sur les marchés financiers et rend la situation des finances publiques de plus en plus sensible aux variations des taux d'intérêt, compliquant ainsi la tâche des banques centrales.

La politique budgétaire conduite dans l'Union a créé, au début des années quatre-vingt-dix, une situation qui n'était pas favorable à la stabilité des prix. L'absence de progrès dans l'assainissement des finances publiques a sérieusement gêné la politique monétaire. Les banques centrales n'avaient d'autre choix que de maintenir une orientation restrictive, en fixant les taux d'intérêt à court terme à un niveau plus élevé et pendant beaucoup plus longtemps que ce n'aurait été le cas si la politique budgétaire avait apporté sa contribution. Rétrospectivement, il apparaît que le déséquilibre affectant le dosage de la politique macro-économique a eu pour effet de laisser l'inflation à un niveau excessif pendant trop longtemps et qu'il n'a certainement pas été optimal pour la croissance économique. Si à la confiance dans la stratégie monétaire s'était ajoutée une politique budgétaire plus coopérative, on aurait sans doute obtenu de meilleurs résultats sur le double plan de l'inflation et de l'activité.

Encadré 3 La situation économique des pays nouvellement entrés dans l'Union

L'Autriche, la Finlande et la Suède sont devenus membres de l'Union le 1er janvier 1995, à la suite des résultats positifs des référendums organisés respectivement les 12 juin, 16 octobre et 13 novembre 1994.

En Autriche, comme dans la plupart des pays de l'Union, l'économie a retrouvé le chemin de la croissance en 1994 après avoir stagné en 1993, tandis que la hausse des prix à la consommation se ralentissait. Comparée à celle des autres nouveaux entrants, la situation des finances publiques de l'Autriche semble moins déséquilibrée, mais il faudrait qu'elle s'améliore encore pour que soient atteints les chiffres de référence des critères fixés en ce domaine par le traité de Maastricht.

Les économies finlandaise et suédoise, qui avaient connu une sévère récession, sont maintenant en reprise et elles ont dégagé un taux de croissance positif en 1994 après plusieurs années de baisse de la production. En Finlande, la gravité de la récession tient en grande partie à la perte de marchés extérieurs qu'a entraînée l'effondrement de l'Union soviétique. Dans les deux pays, la progression des exportations a aidé l'économie à sortir du marasme après une forte baisse du taux de change. L'un et l'autre ont vu se creuser des déficits publics importants liés aux allocations de chômage, qui jouent le rôle de stabilisateurs économiques. En Suède, la réforme fiscale votée par le Parlement en 1989-1990, qui a produit son plein effet à partir de 1991, a contribué à l'accroissement du déficit. Ce déséquilibre budgétaire a entraîné ces dernières années un gonflement notable de la dette publique dans les deux pays. Au début des années quatre-vingt-dix, une crise bancaire et le soutien financier apporté par l'Etat ont aussi contribué à y alourdir la dette. En outre, les taux d'intérêt à long terme en Finlande et en Suède étaient nettement supérieurs à la moyenne des pays de l'Union en 1994, malgré la faiblesse de l'inflation. Le taux d'inflation de la Suède a touché un « creux » au printemps de 1994. Devant une certaine résurgence des tensions, toutefois, la banque centrale de ce pays a relevé les taux d'intérêt officiels à l'automne de cette même année. En Finlande, la banque centrale a majoré d'un demi-point, en décembre 1994, son taux d'adjudication.

Principaux indicateurs économiques pour les nouveaux Etats membres

		PIB réel (a)	Taux d'inflation (b)	Taux de change effectif nominal (1991=100)	Taux d'intérêt à long terme (c)	Capacité(+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques ^(d)	Endettement brut des administrations publiques ^{(d)(e)}
Autriche	1993	-0,3	3,6	103,2	6,8	-4,1	63,5
	1994	2,8	3,0	103,8	7,0	-4,4	65,0
	1995	3,1	2,5	105,0	...	-4,9	...
Finlande	1993	-2,6	2,2	75,0	8,8	-7,2	61,8
	1994	3,7	1,1	81,2	9,1	-4,7	70,0
	1995	5,0	2,0	85,8	...	-5,0	76,0
Suède	1993	-2,1	4,7	81,1	8,6	-13,3	74,4
	1994	2,2	2,4	80,2	9,5	-11,7	81,0
	1995	2,7	2,9	80,5	...	-9,6	...

Sources: Commission européenne (PIB réel, capacité ou besoin de financement des administrations, endettement brut des administrations), données nationales (inflation (IPC), taux d'intérêt à long terme), OCDE (taux de change effectifs). Les chiffres concernant 1995 sont tirés des prévisions de la Commission européenne (automne 1994). Ces données sont susceptibles d'être révisées.

(a) Pourcentage annuels de variation, (b) Taux annuels. (c) Moyenne annuelle en pourcentage. (d) En pourcentage du PIB. (e) Données non entièrement conformes à la définition de Maastricht.

Encadré 3 (suite)

Les nouveaux pays de l'Union ont tous adhéré au Système monétaire européen, mais seule l'Autriche a décidé de participer au Mécanisme de change européen, à compter du 1^{er} janvier 1995. Le schilling a fait preuve d'une grande et durable stabilité vis-à-vis du deutschemark. La Finlande et la Suède, pour leur part, ont renoncé à ancrer leurs monnaies sur l'écu à l'automne de 1992, après une période de très fortes tensions sur le mark finlandais et la couronne suédoise. Ayant ainsi résolu de laisser flotter leur taux de change, les autorités des deux pays ont alors adopté une nouvelle stratégie monétaire axée sur un objectif de taux d'inflation, sans prendre le taux de change comme objectif intermédiaire. Etant donné les déséquilibres macro-économiques affectant actuellement les économies finlandaise et suédoise, les autorités respectives ont décidé de différer leur participation au MCE. L'élargissement du cercle des participants au SME et au MCE n'a pas entraîné de changement dans la grille de parités en vigueur, ni dans la composition du panier de l'écu (celle-ci étant fixée par le traité).

4. Perspectives et problèmes

Pour faire une évaluation des facteurs susceptibles d'influer sur les politiques monétaires en 1995, il importe de considérer les perspectives macro-économiques dans leurs grandes lignes et l'orientation qu'il conviendra de donner en conséquence à la politique monétaire de l'Union considérée globalement. On appréciera ensuite les principaux problèmes que les autorités auront à résoudre, à savoir les éléments d'incertitude qui s'attachent aux prévisions centrales, le maintien de la stabilité des changes, l'évolution des marchés obligataires et les questions de politique budgétaire. On notera que, dans cette section également, il ne s'agira que de la Communauté à douze quand on parlera de l'Union (ou de l'UE). Certaines données concernant les pays nouvellement entrés sont fournis dans l'encadré 3.

4.1 Les perspectives

Les perspectives économiques à court terme

Selon les dernières prévisions publiées par la Commission européenne, l'OCDE et le FMI, l'évolution de l'économie réelle en dehors de l'Union devrait continuer de favoriser la reprise économique en Europe. La croissance de la production aux Etats-Unis serait de l'ordre de 3 % en 1995, tandis que l'économie japonaise entrerait progressivement dans une période de redressement conjoncturel, avec un taux de croissance qui atteindrait 2,5 %. On ne saurait encore dire si, et dans quelle mesure, les dommages causés par le tremblement de terre de Kôbé retarderont la reprise. Dans les autres zones, notamment dans l'Asie du sud-est, on prévoit aussi la poursuite de l'expansion. Le volume des échanges mondiaux devrait augmenter de 6 %. En ce qui concerne les facteurs externes d'inflation, on s'attend à voir encore monter les prix de toutes les catégories de produits faisant l'objet du commerce mondial. L'incidence de ces évolutions sur les prix pratiqués dans l'Union dépendra aussi de la tendance des taux de change en 1995.

Les perspectives économiques concernant les pays de l'UE doivent aussi être considérées à la lumière des évolutions de plus en plus favorables observées en 1994, où l'activité économique s'est accélérée et où le chômage a cessé de s'accroître.

Suivant les prévisions de la Commission européenne, du FMI et de l'OCDE (voir le tableau 7), le redressement devrait se poursuivre en 1995 dans tous les pays de l'Union (à douze), avec une progression moyenne de près de 3 % du PIB en volume. On s'attend que la croissance soit synchronisée ; l'Irlande et le Danemark (ainsi que la Finlande) seraient les

seuls à enregistrer un taux d'expansion un peu supérieur à la moyenne, alors qu'on prévoit toujours pour la Grèce un chiffre relativement faible. En ce qui concerne les composantes de la croissance, le solde des échanges extérieurs devrait continuer de fournir une contribution majeure du fait surtout de la progression des exportations. Avec l'amélioration constante du moral des entreprises, l'investissement s'accroîtrait fortement en 1995. La consommation des ménages, demeurée timide en 1994, devrait être plus soutenue, étant donné que la confiance des consommateurs s'est accrue ces derniers mois et que la hausse des taux de chômage a pris fin. Toutefois, elle pourrait pâtir des relèvements d'impôts déjà annoncés, ou qui doivent entrer en vigueur, dans beaucoup de pays.

Table 7 Forecasts of main EU economic developments
(annual percentage changes)

	1995			1996	
	CE	OCDE	FMI	CE	OCDE
PIB réel	2,9	3,0	2,9	3,2	3,2
Investissement ^(a)	5,7	5,3	4,9	6,3	5,9
Emploi	0,8	0,9	0,7	1,1	1,1
Deflateur du PIB	2,8	2,5	2,7	3,0	2,6
Déficit des administrations publiques ^(b)	-4,7	-5,1	-5,1	-3,9	-4,2
Solde de la balance courante ^(b)	0,5	0,5	...	0,6	0,6

Sources: Commission européenne, OCDE, FMI.

(a) Croissance en volume de la formation brute de capital fixe.

(b) En pourcentage du PIB, Chiffres des comptes nationaux de la Commission européenne.

Avec la prépondérance de la demande extérieure, la balance commerciale et la balance des opérations courantes de l'Union considérée globalement devraient l'une et l'autre continuer de s'améliorer en 1995. Parmi les différents pays, c'est en Italie que le solde de la balance courante devrait marquer le progrès le plus notable ; on prévoit, par contre, une certaine dégradation au Danemark, sous l'effet d'une croissance particulièrement forte de la demande intérieure.

En moyenne sur l'ensemble de l'Union, on s'attend à une légère baisse du taux d'inflation, qui tomberait un peu en deçà de 3 %. Comme les rythmes de la croissance réelle, les taux d'inflation devraient continuer de se rapprocher : la gamme des valeurs, pour la plupart des pays membres, serait d'environ 2-3 %, les principales exceptions étant le fait de la Grèce et, dans une moindre mesure, de l'Espagne, de l'Italie et du Portugal.

L'évolution des salaires est un facteur clé de la prévision centrale en matière d'inflation. Bien qu'on s'attende à une progression un peu plus rapide des salaires et des coûts unitaires de main-d'oeuvre en 1995, les hausses seraient, dans la plupart des pays, sensiblement inférieures à celles qui ont été enregistrées dans les précédentes phases de reprise. Dans la plupart des pays également, on prévoit une diminution du taux de chômage et une augmentation de l'emploi. Le niveau du chômage n'en resterait pas moins très supérieur à celui qu'on a observé à ce stade du cycle lors des précédentes reprises, ce qui indique que le chômage structurel s'est étendu entre temps. De plus, des éléments notables d'incertitude affectent les prévisions concernant l'inflation, comme on le verra plus loin.

On analysera maintenant la politique monétaire dans le contexte des perspectives dessinées ci-dessus.

Les objectifs monétaires dans les différents pays

Des indications chiffrées ont déjà été données officiellement par les autorités monétaires, dans un certain nombre de cas, en ce qui concerne leurs objectifs intermédiaires et leurs objectifs finals en 1995. Les chiffres ainsi annoncés témoignent de la volonté commune de parvenir, dans le cadre d'action propre à chaque politique monétaire nationale, à l'objectif de stabilité des prix, face à la reprise de la croissance économique et aussi dans une perspective à moyen terme.

En ce qui concerne les pays qui participent au MCE, la Banque fédérale d'Allemagne a retenu pour la progression de l'agrégat M3 une fourchette de 4 à 6 %, la même que pour 1994, qu'elle juge compatible avec la croissance potentielle et la stabilité des prix. Elle est basée sur un taux d'inflation normatif de 2 %, sur une croissance de 2,75 % du potentiel de production et sur une baisse de 1 % de la vitesse de circulation de la monnaie. Il s'agit aussi, avec la fourchette ainsi retenue, de compenser en grande partie l'excédent d'expansion monétaire sur la moyenne de 1994. La Banque de France, outre ses engagements au titre du MCE, a fixé un objectif à moyen terme de 5 % pour la croissance de M3, suivant la définition française, avec un taux maximum d'inflation de 2 % pour 1995 et également pour le moyen terme. La Banque d'Espagne, tout en réaffirmant son souci de la stabilité du taux de change, s'est fixé pour objectif une hausse des prix inférieure à 3 % à atteindre d'ici à 1997. Les autres pays du MCE ont l'intention de s'appuyer exclusivement sur le taux de change pour assurer la stabilité des prix.

Dans le groupe des pays qui ne participent pas au MCE, les autorités du Royaume-Uni ont réaffirmé leur objectif d'un taux d'inflation dans une fourchette de 1 à 4 % avec l'intention que ce taux se situe dans la partie inférieure de cette fourchette d'ici à avril 1997 au plus tard. La Banque d'Italie orientera la politique monétaire de manière à atteindre l'objectif de taux d'inflation du gouvernement, qui a été fixé à 2,5 % à la fin de septembre 1994.

Si l'on voit apparaître des signes de tension inflationniste dans les pays membres à mesure que la croissance se développera, il importera, étant donné le retard avec lequel l'économie réagit aux inflexions de la politique monétaire, que celle-ci soit durcie suffisamment tôt. Cette observation s'applique à tous les pays membres, mais la vigilance s'impose particulièrement là où le taux d'inflation est relativement élevé et où la convergence est par suite encore incomplète.

La compatibilité mutuelle des politiques et situations monétaires nationales dans l'Union

Pour les pays qui donnent la priorité à un taux de change stable, les politiques monétaires nationales peuvent être jugées compatibles entre elles si elles contribuent à la convergence vers la stabilité des prix sans qu'apparaissent des tensions majeures sur les changes. Pour les autres pays, il semble plus approprié de définir comme compatibles des politiques monétaires nationales qui assureront la convergence vers la stabilité des prix.

Selon ces critères, on peut estimer que les objectifs des autorités monétaires nationales pour 1995 sont grosso modo compatibles entre eux. A l'heure où sont écrites ces lignes, cependant, on voit persister certaines différences d'ordre conjoncturel. Il y a des pays qui se trouvent à un stade du cycle plus avancé que d'autres. De plus et surtout, l'économie a amorcé sa reprise, chez certains, avec un «écart de production» plus faible que chez les autres et avec un niveau plus élevé des taux d'intérêt sur le marché.

Dans la situation actuelle, ce sont probablement les disparités structurelles, plus que celles d'ordre conjoncturel, qui compromettent la compatibilité mutuelle. De fait, l'existence de telles disparités entre les pays membres (dans le niveau et la composition de l'endettement

public et privé, le taux de chômage, le taux d'inflation etc.) fait que les banques centrales nationales opèrent dans des contextes différents (voir l'encadré 2). Dès lors, des évolutions défavorables, comme un effort insuffisant d'assainissement des finances publiques dans les pays où l'état de ces dernières est critique, risqueraient d'affecter la stabilité du taux de change de ces pays. A plus long terme, il se peut qu'on puisse parvenir plus aisément à la compatibilité mutuelle à mesure que progressera la convergence structurelle.

En ce qui concerne les répercussions sur cette compatibilité de la hausse des rendements à long terme enregistrée en 1994, il faut observer que l'effet d'une variation donnée des taux à long terme n'est pas le même suivant les pays et qu'il dépend de la structure financière de l'économie. Dans certains pays où la montée des rendements obligataires a été particulièrement forte, l'endettement à long terme et à taux fixe du secteur privé est relativement limité ; le phénomène n'y a donc qu'une importance réduite. Tel est le cas de l'Espagne et de l'Italie. Néanmoins, une différenciation plus marquée des taux d'intérêt à long terme entre pays risquerait de créer des problèmes de compatibilité, car elle pourrait affecter défavorablement l'investissement et la production potentielle à moyen terme, mais aussi rendre plus difficile l'assainissement des finances publiques là en particulier où l'encours de la dette publique est très important.

4.2 Les problèmes à affronter

Les risques d'inflation dans les perspectives économiques

La prévision centrale en matière de taux d'inflation apparaît favorable compte tenu de la vigueur de la reprise. Cela tient dans une certaine mesure à la récession précédente, celle-ci ayant creusé dans plusieurs pays un «écart de production» important. Dans certains pays, le taux de croissance effectif du PIB devrait être inférieur ou seulement très peu supérieur au taux de croissance potentiel, en 1995, ce qui impliquerait que l'écart de production ne se réduise que lentement ; ailleurs il semble être déjà assez mince. Il est difficile, toutefois, d'évaluer exactement l'importance de la marge de capacités inemployées. Il se peut que la production potentielle ait été affectée défavorablement par l'extension du chômage structurel et par la faiblesse de l'investissement ; de plus, l'existence de goulets d'étranglement dans des secteurs donnés de l'économie risque d'entraîner des hausses de prix. D'autres facteurs, en revanche, inciteraient plutôt à minimiser les préoccupations relatives aux écarts de production : le fait, par exemple, que la flexibilité dans l'utilisation du capital soit plus grande que dans le passé.

L'évolution des salaires est un élément d'incertitude important dans les perspectives en matière d'inflation. Après deux années de faible progression, il y a un risque de voir monter la tension sur le front des salaires dans le sillage de la reprise économique. Mais, le chômage est élevé et il se peut que dans certains pays la flexibilité des salaires ait augmenté avec les accords conclus récemment entre les partenaires sociaux et/ou les mesures de réforme du marché du travail.

Le succès des politiques axées sur la stabilité pourrait être compromis aussi à d'autres égards par le fonctionnement du marché du travail. Il semble bien prouvé que le niveau du chômage structurel a continué de monter ces dernières années, de sorte que le redressement conjoncturel de l'activité ne pourra résoudre qu'en partie le problème du chômage. Par suite et malgré le nombre considérable de personnes sans emploi, on ne peut tenir pour acquis que les hausses de salaires restent modérées, car l'économie pourrait se heurter rapidement à des goulets d'étranglement ou à des pénuries de main-d'oeuvre qualifiée. En outre, si une large proportion de chômeurs devait subsister en période d'essor de l'activité, on risquerait de voir l'opinion cesser plus ou moins d'apporter son soutien à des politiques visant à atteindre et maintenir la stabilité des prix. La solution du problème du chômage structurel passe par des

mesures d'action sur l'offre qui s'attaquent principalement aux rigidités du marché du travail. Le souci d'assurer la stabilité impose absolument de faire des progrès dans ce domaine.

D'autres incertitudes encore pèsent sur les perspectives en matière d'inflation dans les pays dont la monnaie s'est dépréciée ces dernières années. Jusqu'à présent, l'incidence des variations récentes du taux de change sur les prix intérieurs à la consommation a été plus faible qu'on aurait pu le prévoir à la lumière de l'expérience. Cependant, comme la baisse du taux de change a entraîné des réductions de revenus en termes réels, on peut craindre que ceux qui ont été perdants de ce fait ne cherchent à mettre à profit l'amélioration du climat économique pour retrouver leur niveau de revenu antérieur.

Des tensions inflationnistes pourraient venir également de l'évolution de la situation à l'extérieur de l'Union. La hausse des prix des matières premières, par exemple, pourrait faire naître un sérieux sujet de préoccupation.

Le maintien de la stabilité des changes dans le MCE

L'élargissement des marges de fluctuation en août 1993 a contribué à réduire, comme on le souhaitait, l'incidence des «paris à sens unique» sur les taux de change, les spéculateurs se trouvant désormais courir des risques dans les deux sens. A mesure que la convergence en baisse des taux d'inflation s'accroîtra, prévenant l'apparition de fortes dérives dans les positions concurrentielles, cela sera la meilleure garantie d'une limitation des pressions sur les changes. De plus, l'étroite convergence des taux de croissance qu'on devrait observer en 1995 réduira la tension entre les économies en progrès lent et celles qui connaissent une expansion rapide, tension qui, en 1992, avait fait naître pour les autorités de certains pays du premier groupe un conflit entre objectifs internes et objectifs externes. De manière plus générale, le progrès dans la voie d'une convergence durable et l'optimisme à l'égard des perspectives économiques donnent à l'opinion le sentiment d'une plus grande cohérence de la politique économique.

Néanmoins, il ne faut pas perdre de vue qu'il y a eu des périodes perturbées sur les changes, en particulier au second semestre de 1994. Ces épisodes ont bien montré que les marchés ont leur attention éveillée dès qu'ils discernent un conflit d'objectifs pour les autorités, notamment dans les pays dont la dette publique est élevée et/ou la situation politique incertaine.

Les conséquences pour la politique monétaire de l'évolution des marchés obligataires

De ce qui a été dit plus haut (2.2), il découle que les conséquences à tirer de l'évolution récente des marchés obligataires pour la politique monétaire en 1995 dépendent de l'origine de la hausse des rendements nominaux à long terme : croissance des anticipations d'inflation, hausse des taux d'intérêt réels, ou incertitude grandissante.

Dans la plupart des pays de l'Union, il apparaît que la hausse générale des rendements obligataires n'annonce pas un regain d'inflation dans l'immédiat et ne justifierait donc pas une réaction de la politique monétaire. Là, en revanche, où les risques d'inflation sont plus immédiats, une orientation monétaire plus restrictive s'impose.

La hausse des taux d'intérêt à long terme reflète probablement l'augmentation des taux réels dans le monde, laquelle est due à l'amélioration des perspectives de croissance au niveau global et ne semble donc pas requérir une action des autorités monétaires. Toutefois, dans la mesure où la hausse des taux réels au niveau national résulte aussi d'un effet d'éviction lié à l'importance des déficits publics, tant actuels que prévus, elle risque

manifestement de grever la reprise économique en cours et de compromettre les perspectives de croissance future.

On considère que les différences de variation des rendements obligataires selon les pays expriment la préoccupation des marchés, en particulier à propos des situations budgétaires ; elle dénote aussi une focalisation accrue de l'attention sur les bilans nationaux respectifs, sur longue période, en matière de stabilité du taux de change et des prix. Outre l'effet d'éviction mentionné plus haut, le principal sujet de préoccupation touchant la politique budgétaire semble avoir été l'incertitude grandissante quant à la viabilité des situations constatées dans le domaine des finances publiques et la crainte corrélative d'un assouplissement de l'orientation anti-inflationniste de la politique monétaire. Il résulte de tout cela que la réaction appropriée à la hausse des rendements est un resserrement budgétaire. Quant à la politique monétaire, elle doit, pour réduire l'incertitude, être conduite de manière à assurer la crédibilité à long terme du cadre mis en place contre l'inflation.

Les perspectives dans le domaine de la politique budgétaire

Selon les estimations de la Commission, le déficit public moyen dans l'Union a diminué de 0,4 point en 1994 pour s'établir à 5,6 % du PIB. Pour 1995, on s'attend à une réduction des déficits effectifs dans la quasi-totalité des pays de l'Union, qui ramènerait le niveau moyen à 4,7 %, mais seuls quelques pays satisferont au critère de convergence de 3 % (voir le tableau 8). Si l'amélioration ainsi prévue tient en grande partie aux facteurs conjoncturels, elle aura aussi un caractère structurel dans certains cas. Néanmoins, le déficit structurel restera probablement important dans beaucoup de pays et, d'après les projections à plus long terme, le niveau du déficit effectif sera toujours très élevé dans plusieurs pays, malgré le plein développement de la reprise. En moyenne, le rapport de la dette au PIB devrait marquer une

Tableau 8 Situation des finances publiques des Etats membres de l'UE
(prévisions pour 1995-96, en pourcentage du PIB)

	Capacité(+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques		Endettement brut des administrations publiques	
	1995	1996	1995	1996
Belgique	-4,7	-4,0	138,7	136,0
Danemark	-3,0	-2,2	78,0 ^(a)	78,2 ^(a)
Allemagne	-2,4	-2,0	59,4	58,9
Grèce	-13,3	-12,9	125,4	128,1
Espagne	-6,0	-4,7	65,8	66,1
France	-4,9	-3,9	53,4	55,6
Irlande	-2,0	-1,5	83,7	79,1
Italie	-8,6	-7,9	126,8	128,6
Luxembourg	1,6	2,0	9,8	9,9
Pays-Bas	-3,5	-2,7	78,8	78,0
Portugal	-5,8	-4,8	71,7	72,3
Royaume-Uni	-4,6	-3,4	52,4	53,1
UE (à 12) ^(b)	-4,7	-3,9	72,9	73,4

Source: Services de la Commission européenne, sur la base des chiffres communiqués par les pays membres, prévisions de la Commission (automne 1994).

(a) Voir la note (e) du tableau 4. Après ajustement, le niveau de la dette en fin d'année devrait être de 54,6% du PIB en 1995 et de 55,2% en 1996.

(b) Voir la note du graphique 2.

aggravation et atteindre 73 % en 1995, contre 69 % en 1994. En outre, si les tendances actuelles des taux d'intérêt réels et des taux de croissance se maintiennent, l'objectif de stabilisation ou de réduction du ratio de dette pourrait être difficile à atteindre, en particulier dans les pays où l'encours de la dette se situe à un niveau exceptionnellement élevé.

La politique budgétaire jouera un rôle capital quant à la durabilité d'une reprise non inflationniste. S'il est manifestement nécessaire que les gouvernements des pays de l'Union prennent des mesures résolues d'ajustement budgétaire structurel, il n'est pas exclu que la volonté d'assainissement des finances publiques ne se concrétise pas dans une période où le redressement conjoncturel tend à réduire les déficits effectifs. L'expérience des dernières années quatre-vingt, pendant lesquelles de nombreux gouvernements ont en fait desserré la politique budgétaire face à la vigueur de la croissance économique, doit servir de leçon à cet égard. L'assainissement progressif des finances publiques est nécessaire non seulement pour ramener les budgets à un niveau tenable et les dettes publiques à des proportions acceptables, mais aussi pour faciliter la baisse des rendements obligataires. Le progrès dans cette voie s'impose également pour faire échec aux pressions inflationnistes dans une phase du cycle où la production approche de son niveau potentiel. Sans efforts persévérants pour réduire la composante structurelle du solde budgétaire, on ne peut faire de progrès durables en direction d'une situation budgétaire viable et d'une articulation plus équilibrée de la politique macro-économique dans l'ensemble de l'Union. L'assainissement des finances publiques est d'autant plus important dans les pays où la politique monétaire est déjà sollicitée à l'excès. A cet égard, il est capital que les engagements inclus dans les programmes de convergence soient respectés et qu'on accorde plus d'attention aux distorsions créées par les dispositions régissant actuellement la fiscalité et la sécurité sociale. Les mesures de réforme dans le secteur public et le dispositif d'assainissement des finances publiques doivent être conçus de manière à privilégier très nettement le resserrement des dépenses, plutôt que les augmentations d'impôts ; cela accroîtrait l'efficacité de l'économie et contribuerait à réduire les tensions inflationnistes potentielles comme à garantir une croissance durable dans les pays européens.

B. LES PROGRÈS VERS LA CONVERGENCE

1. Introduction : le rôle de l'IME dans l'évaluation du degré de convergence

Le traité instituant l'Union européenne impose aux pays entrant dans l'Union économique et monétaire d'avoir d'ores et déjà rempli les conditions nécessaires pour l'adoption d'une monnaie unique. Il assigne à l'IME un rôle important dans l'évaluation du degré de convergence. L'article 109j (1) dispose que l'IME et la Commission rédigeront l'un et l'autre un rapport au Conseil de l'Union européenne, centré notamment sur la réalisation d'un degré élevé de convergence durable par rapport aux critères suivants :

- « réalisation d'un degré élevé de stabilité des prix : cela ressortira d'un taux d'inflation proche de celui des trois Etats membres, au plus, qui présentent les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix ;
- caractère tenable de la situation des finances publiques : cela ressortira d'une situation budgétaire qui n'accuse pas de déficit excessif au sens fixé par le traité ;
- respect des marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de change du Système monétaire européen pendant deux ans au moins, sans dévaluation de la monnaie par rapport à celle d'un autre Etat membre ;
- caractère durable de la convergence atteinte par l'Etat membre et de sa participation au mécanisme de change du Système monétaire européen, ce caractère se reflétant dans le niveau des taux d'intérêt à long terme ».

Les rapports de la Commission et de l'IME devront tenir compte également du développement de l'écu, des résultats de l'intégration des marchés, de la situation et de l'évolution des balances des paiements courants et d'un examen de la tendance des coûts unitaires de main-d'oeuvre et des autres indices de prix.

Le rapport de l'IME, qui évaluera le degré de convergence atteint par les différents pays, sera présenté dans le courant de 1996.

En outre, en vertu de l'article 7 du Protocole relatif à ses statuts, l'IME adresse une fois par an au Conseil un rapport comprenant, entre autres, une évaluation des progrès accomplis sur la voie de la convergence dans la Communauté. Le présent rapport annuel de l'IME, outre qu'il répond aux prescriptions de l'article 11 des statuts, satisfait aussi aux obligations de l'article 7 et traite ainsi des questions relatives à la convergence. Il est considéré comme le premier stade de la préparation par l'IME du rapport complet prévu par l'article 7, qui sera publié ultérieurement dans l'année.

Le corps du texte de la partie B s'appuie sur l'analyse qui a été faite plus haut de l'évolution des prix, des situations budgétaires, des taux de change et des taux d'intérêt à long terme et replace cette analyse dans la perspective de la convergence. Les données chiffrées sont condensées dans le tableau 9. Les autres facteurs à prendre en considération pour évaluer le degré de convergence durable seront examinés dans les futurs rapports établis au titre de l'article 7. Les nouveaux Etats membres étant entrés dans l'Union le 1er janvier 1995, on se limitera ici exclusivement, en traitant de la convergence dans les années 1993-1994, aux pays qui formaient l'Union à douze. Alors que les éléments statistiques nécessaires à l'évaluation finale de la convergence dans le rapport prescrit par l'article 109j (1) seront fournis par la Commission, le présent rapport tire ses chiffres de diverses sources qui, sans être de nature définitive, sont considérées comme remplissant à peu près la fonction requise. En outre, pour éclairer et préciser davantage ces questions et d'autres encore, on a recouru à

des encadrés qui exposent le contexte juridique, les questions d'ordre statistique et celles qui appellent un examen plus poussé à la lumière des dispositions du traité relatives à la convergence.

Tableau 9 Indicateurs économiques et critères de convergence du Traité de Maastricht

		Taux d'inflation ^(a)	Taux d'intérêt à long terme ^(b)	Capacité(+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques ^{(c)(d)}	Endettement brut des administrations publiques ^{(c)(d)}
Belgique	1993	2,8	7,2	-6,6	138,9
	1994	2,4	7,7	-5,5	140,1
Danemark	1993	* 1,3	* 7,3	-4,4	79,5 ^(e)
	1994	** 2,0	** 7,8	-4,3	78,0 ^(e)
Allemagne	1993	4,1 ^(f)	6,5	-3,3	# 48,1
	1994	3,0 ^(f)	7,0	# -2,9	# 51,0
Grèce	1993	14,5	23,4	-13,3	115,2
	1994	10,8	20,8	-14,1	121,3
Espagne	1993	4,6	10,2	-7,5	# 59,8
	1994	4,7	10,0	-7,0	63,5
France	1993	2,1	6,8	-5,8	# 45,8
	1994	* 1,6	* 7,2	-5,6	# 50,4
Irlande	1993	** 1,5	** 7,7	# -2,5	96,1
	1994	2,4	7,9	# -2,4	89,0
Italie	1993	4,3	11,3	-9,5	118,6
	1994	3,9	10,6	-9,6	123,7
Luxembourg	1993	3,6	6,9	# 1,1	# 7,8
	1994	*** 2,1	*** 6,4	# 1,3	# 9,2
Pays-Bas	1993	2,6	6,4	-3,3	81,4
	1994	2,7	6,9	-3,8	78,8
Portugal	1993	6,5	10,0	-7,2	66,9
	1994	5,2	10,4	-6,2	70,4
Royaume-Uni	1993	*** 1,6 ^(g)	*** 7,5	-7,8	# 48,3
	1994	2,4 ^(g)	8,1	-6,3	# 50,4

Sources: données nationales (inflation (IPC), taux d'intérêt à long terme), Commission européenne (capacité ou besoin de financement et endettement brut des administrations publiques; voir aussi la note (e) ci-dessous). Les données statistiques à utiliser pour déterminer si les pays membres satisfont aux critères de convergence seront fournies par la Commission européenne.

*, **, *** = pays en première, deuxième et troisième place pour la stabilité des prix.

= déficit public ne dépassant pas 3% du PIB, dette publique ne dépassant pas 60% du PIB.

(a) Taux annuels.

(b) Moyenne annuelle en pourcentage.

(c) En pourcentage du PIB.

(d) Chiffres provisoires pour 1994.

(e) Les chiffres de l'endettement brut des Administrations publiques n'ont été corrigés ni du montant des créances de la Caisse de retraites de la Sécurité sociale danoise sur les secteurs autres que celui des Administrations publiques, ni de celui des dépôts de l'Etat à la banque centrale destinés à la gestion des réserves de change, ni enfin de celui de la dette contractée par l'Etat pour le financement des entreprises publiques. Conformément aux déclarations du Conseil et de la Commission concernant l'article 1 (4) du Règlement du Conseil 3605/93 du 22 novembre 1993, ces divers postes doivent être présentés séparément. Après ajustement, le niveau de la dette en fin d'année est de 52,1% du PIB en 1993 et de 53,5% en 1994.

(f) Hausse des prix à la consommation en Allemagne de l'Ouest.

(g) L'objectif du Royaume-Uni en matière d'inflation est fixé par référence à l'indice des prix de détail, hors versements d'intérêts (IPDX). Cet indice, qui est plus proche de la définition harmonisée de prix à la consommation actuellement à l'étude, a augmenté de 3,0% en 1993 et de 2,4% en 1994.

Bien que les différents critères de convergence posés dans le traité et dans le Protocole soient examinés séparément dans ce rapport, on doit souligner qu'ils constituent un dispositif d'ensemble cohérent et intégré. Au moment de l'évaluation officielle, ils devront avoir été respectés dans leur totalité, sans qu'on puisse faire des arbitrages entre les différentes exigences. Les divers critères doivent être interprétés et appliqués de manière stricte. Ainsi, ils contribueront à renforcer la coordination globale des politiques monétaires et économiques dans la phase 2 et ouvriront la voie à une politique monétaire unique axée sur la stabilité à partir de la phase 3.

2. La stabilité des prix

2.1 Les taux d'inflation en 1993-1994

Comme le montre le tableau 9, les taux d'inflation annuels moyens de chacun des trois pays de l'Union présentant les meilleurs résultats sur ce plan, pour chacune des années 1993 et 1994, ont été maintenus à des niveaux proches de celui qui est généralement regardé comme correspondant à la stabilité des prix, à savoir 2 % ou moins. En 1993, ces pays ont été le Danemark, l'Irlande et le Royaume-Uni¹, avec des taux s'étageant de 1,3 à 1,6 %. En 1994, ce sont la France, le Danemark et le Luxembourg qui ont enregistré les taux les plus bas, dans une fourchette de 1,6 à 2,1 %.

Plusieurs pays membres se sont approchés des taux d'inflation de ces pays de tête. En 1993, ce furent la France, les Pays-Bas et la Belgique, avec des taux s'étageant de 2,1 à 2,8 %. En 1994, ce sont la Belgique, l'Irlande, les Pays-Bas et le Royaume-Uni, qui affichent des chiffres d'environ 2,5 %, suivis de l'Allemagne avec 3 %.

Dans les quatre pays qui, manifestement, ont encore le plus à faire pour combler leur retard en matière de stabilité des prix, le taux d'inflation a considérablement baissé ces dernières années. En Italie, il a fléchi de manière continue depuis 1990, revenant à 4,3 % en 1993 et à 3,9 % en 1994, tandis qu'en Espagne le taux moyen est resté un peu au-dessus de 4,5 % dans les deux années considérées. Le Portugal a réduit son taux d'inflation de plus de moitié au cours des quatre dernières années, jusqu'à 6,5 % en 1993 et 5,2 % en 1994. La Grèce aussi a fait des progrès, mais son taux d'inflation s'exprime encore en deux chiffres (14,5 % en 1993 et 10,8 % en 1994).

2.2 Evaluation de la stabilité des prix

Dans l'ensemble, le processus de convergence vers la stabilité des prix a bien avancé au cours des deux dernières années. Comme on l'a vu dans la partie A, l'un des principaux facteurs expliquant ce résultat favorable est certainement la récession en 1993-1994. La pression de la demande a été faible et la progression des salaires modérée, cependant que, surtout au cours de l'année 1994, des gains de productivité substantiels ont pu être réalisés. Ces tendances ont été suffisamment marquées pour contrecarrer les influences inflationnistes découlant de la forte dépréciation du taux de change dans plusieurs pays. Autre facteur, encore plus important peut-être, un changement sensible s'est opéré dans la philosophie de la politique économique. La stabilité des prix est maintenant considérée comme l'un des objectifs majeurs de la politique économique en général et l'objectif premier de la politique

¹ Sur la base de l'indice des prix de détail. Si l'on ne prend pas en compte les versements d'intérêts sur prêts hypothécaires, l'indice corrigé, plus proche de la définition harmonisée des prix à la consommation actuellement envisagée, a monté de 3,0 % en 1993 et de 2,4 % en 1994.

Encadré 4

La stabilité des prix

1. Textes de base

Le traité instituant la Communauté européenne, article 109j (1)

Le critère de stabilité des prix doit être apprécié à partir des résultats relatifs sur le plan de l'inflation, à savoir un taux « proche de celui des trois Etats membres, au plus, qui présentent les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix ».

Le Protocole (N° 6) sur le critère de convergence visé à l'article 109j(1) du traité instituant la Communauté européenne, article 1, stipule :

« Le critère de stabilité des prix visé à l'article 109j, paragraphe 1, premier tiret, du traité signifie qu'un Etat membre a un degré de stabilité des prix durable et un taux d'inflation moyen, observé sur une période d'un an avant l'examen, qui ne dépasse pas de plus de 1,5 point celui des trois Etats membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix. L'inflation est calculée au moyen de l'indice des prix à la consommation sur une base comparable, compte tenu des différences dans les définitions nationales ».

2. Questions statistiques

Bien que les méthodes de calcul de l'indice des prix à la consommation dans les pays de l'Union aient un certain nombre de traits communs, elles présentent des différences importantes. Avant de déterminer officiellement quels sont les pays qui satisfont à ce critère, il faudra que la Commission européenne (EUROSTAT) ait sensiblement avancé dans la tâche qu'elle a entreprise de mettre au point des indices de prix à la consommation harmonisés qui soient comparables au niveau de l'Union, avec l'aide de son Groupe de travail sur l'harmonisation des indices de prix à la consommation. Ce travail est effectué en liaison étroite avec l'IME. A cet effet, la Commission a soumis au Conseil une proposition de directive. En fonction de l'état d'avancement des travaux, les Etats membres devraient, en principe, être en mesure de rassembler pour janvier 1997 les premières données harmonisées sur douze mois relatives à l'indice des prix à la consommation. Pour les rapports à établir par la Commission et par l'IME dans le courant de 1996, on envisage une solution transitoire, qui permettra à ces rapports de s'appuyer sur des chiffres qui auront été harmonisés, dans toute la mesure possible, à l'aide des données existantes. Pour le moment, les comparaisons faites dans le présent texte le sont sur la base des indices de prix nationaux.

3. Questions appelant un nouvel examen

Le texte du Protocole n° 6 Article 1 ne définit pas sans aucun risque d'ambiguïté la valeur de référence à laquelle le critère d'inflation doit s'appliquer, quand il parle des « trois Etats membres, au plus, ... » ; en outre, il oblige à poser la question de la manière dont la « durabilité » des résultats en matière de stabilité des prix devra être appréciée.

monétaire en particulier. On notera toutefois que le taux d'inflation moyen dans l'Union européenne, qui tourne autour de 3 %, était encore au-dessus du niveau jugé correspondre à la stabilité des prix.

Afin de renforcer la crédibilité des politiques visant à atteindre cet objectif, les acquis du passé doivent être préservés et amplifiés dans l'avenir. Comme l'économie est en reprise dans les pays de l'Union, les risques de tension inflationniste pourraient augmenter et il sera peut-être beaucoup plus difficile que dans le passé récent de progresser dans la voie de la réduction des taux d'inflation. Il importe donc que les partenaires sociaux concluent des accords de salaires qui ne compromettent pas la stabilité des prix, que les sociétés poursuivent leurs efforts de rationalisation afin d'améliorer les gains de productivité et que les politiques budgétaires exploitent pleinement la possibilité qu'offre la reprise économique de prendre des mesures structurelles pour réduire le déficit, plutôt que de compter sur le redressement conjoncturel des soldes budgétaires ou sur l'alourdissement de la fiscalité indirecte, ce qui affecterait les anticipations d'inflation.

La période à venir permettra donc de tester l'aptitude des pays membres à demeurer attachés à la stabilité des prix et à s'enraciner plus encore dans cette attitude. Pour ce qui concerne les politiques monétaires, elles devront être très vigilantes. Il appartient à toutes les banques centrales de l'Union de faire en sorte que les dérapages qui se produiraient ailleurs dans l'économie ne soient pas ratifiés sur le plan monétaire et que des initiatives soient prises

en temps voulu, en cas d'apparition de tensions inflationnistes ou de détérioration des anticipations d'inflation. Cela aidera à assurer une croissance soutenue sans inflation. La politique monétaire laissée à elle seule, toutefois, sera mise trop lourdement à l'épreuve si elle n'est pas appuyée par une ligne d'action cohérente dans les autres domaines.

3. La viabilité des situations budgétaires

3.1 Les situations budgétaires en 1993-1994

Les données budgétaires figurant dans le tableau 9 ont été présentées par la Commission européenne à l'automne de 1994 et sont susceptibles d'être révisées. Elles montrent que le déficit rapporté au PIB s'est légèrement amélioré, en 1994, dans beaucoup de pays membres, mais qu'il est resté à des niveaux préoccupants. Le ratio de la dette a fortement monté dans la plupart des pays entre 1993 et 1994..

Par rapport au critère de 3 % du PIB, le déficit est resté sous ce niveau, en 1993, dans deux pays (l'Irlande et le Luxembourg), alors que, en 1994, le nombre de pays se trouvant dans cette situation est passé à trois (Allemagne, Irlande et Luxembourg). Parmi les autres, des différences importantes ont subsisté. En 1994, les Pays-Bas et le Danemark ont enregistré des ratios de 3,8 et 4,3 %, mais plusieurs autres pays ont accusé encore des déficits allant de 5,5 à 7 % du PIB (la Belgique, l'Espagne, la France, le Portugal et le Royaume-Uni). Enfin, on a relevé des chiffres très élevés en Italie et en Grèce (9,6 et 14,1 % respectivement).

Quant au rapport de la dette au PIB, seuls l'Allemagne, la France, le Luxembourg et le Royaume-Uni sont restés en deçà de 60 % en 1993 et 1994, l'Espagne ayant dépassé ce niveau en 1994. Un certain nombre d'autres pays (l'Irlande, les Pays-Bas et le Portugal) se sont situés dans la gamme de 70 à 90 % en 1994 ; deux d'entre eux ont néanmoins réussi à réduire leurs ratios de dette de 1993 à 1994. La Grèce et l'Italie ont eu des ratios compris entre 115 et 124 %, ayant encore augmenté au cours de la période de référence, tandis que celui de la Belgique a approché 140 % chacune des deux années.

3.2 Evaluation de la viabilité des situations budgétaires

Le traité de Maastricht reconnaît les risques graves liés à une orientation déséquilibrée de la politique budgétaire. Aussi prévoit-il l'examen par le Conseil, à intervalles réguliers, de la situation à cet égard dans les différents Etats membres, à partir du début de la phase 2 de l'UEM, et des sanctions à l'encontre de ceux qui auraient un déficit excessif, à partir du début de la phase 3. En s'appuyant sur les données disponibles au premier semestre de 1994 et sur les avis de la Commission et du Comité monétaire, le Conseil a décidé, en septembre 1994, que dix pays membres (tous les pays de l'Union à l'exception de l'Irlande et du Luxembourg) avaient un déficit excessif. Dans sa décision relativement à l'Irlande, qui a enregistré un ratio du déficit de 2,4 % et un ratio de la dette de près de 90 % en 1994, contre 2,5 % et 96 % en 1993, le Conseil a tenu compte des progrès faits dans le passé sur la voie de la réduction du niveau de la dette. Conformément aux dispositions de l'article 104c (7) du traité, le Conseil a formulé des recommandations à l'intention des Etats membres qui visaient à ramener les situations budgétaires sur un sentier d'évolution tenable.

Encadré 5

Les finances publiques

1. Textes de base

Le traité instituant la Communauté européenne, article 109j (1) impose :

« le caractère soutenable de la situation des finances publiques ; ceci ressortira d'une situation budgétaire qui n'accuse pas de déficit public excessif au sens de l'article 104c(6) ». Le Protocole (n° 6) sur les critères de convergence stipule que ce critère « signifie qu'un Etat membre ne fait pas l'objet, au moment de l'examen, d'une décision du Conseil visée à l'article 104c, paragraphe 6, du traité concernant l'existence d'un déficit excessif ».

L'article 104(c) fixe la procédure à suivre en cas de déficit excessif. Selon le même article (paragraphe 2 et 3), la Commission doit établir un rapport si, dans un Etat membre,

a) « le rapport entre le déficit public prévu ou effectif et le produit intérieur brut dépasse une valeur de référence (définie dans le Protocole comme étant 3 % du PIB), à moins que :

le rapport n'ait diminué de manière substantielle et constante et atteint un niveau proche de la valeur de référence,

ou que le dépassement de la valeur de référence ne soit qu'exceptionnel et temporaire et que le dit rapport ne reste proche de la valeur de référence ;

b) « le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut dépasse une valeur de référence (définie dans le Protocole comme 60 % du PIB), à moins que ce rapport ne diminue suffisamment et s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant ».

De plus, le rapport établi par la Commission doit prendre en compte « tous les autres facteurs pertinents ». La Commission peut aussi faire un rapport si, en dépit du respect des exigences découlant du critère, elle estime qu'il y a un risque de déficit excessif dans un Etat membre. Le Comité monétaire (et ensuite le Comité économique et financier) formule un avis sur le rapport de la Commission. Enfin, aux termes de l'article 104c (paragraphe 6), le Conseil, statuant, sur recommandation de la Commission, à la majorité qualifiée, décide, après une évaluation globale, s'il y a ou non un déficit excessif dans un Etat membre.

2. Questions statistiques

Pour l'examen des évolutions budgétaires, la base statistique consiste dans les données comparables rassemblées à partir des comptes nationaux, conformément au Système européen de comptes (2e édition). Ces données sont fournies par la Commission, laquelle se fonde sur les statistiques communiquées par les pays membres. Les chiffres figurant dans le présent rapport ont été publiés par la Commission en novembre 1994.

3. Questions appelant un nouvel examen

L'application des dispositions suivantes exigera un nouvel examen :

- « (à moins que) le rapport (du déficit au PIB) n'ait diminué de manière substantielle et constante et atteint un niveau proche de la valeur de référence, ou que le dépassement... ne soit qu'exceptionnel et temporaire et que ledit rapport ne reste proche de la valeur de référence...»,
- « à moins que ce rapport (de la dette au PIB) ne diminue suffisamment et s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant »,
- « les autres facteurs pertinents ».

L'IME est gravement préoccupé par l'évolution de la situation budgétaire dans les Etats membres. La dégradation des finances publiques, qui avait commencé en 1990, s'est poursuivie en 1993, la tendance ne s'étant que légèrement inversée en 1994. Dans la plupart des cas, la nette détérioration qui s'est produite à partir de 1990 ne peut être imputée qu'en partie à la récession ; pour une part non négligeable, elle a été la conséquence d'un dérèglement structurel observé depuis longtemps. De plus, l'amélioration des ratios du déficit enregistrée en 1994 tient largement au redressement conjoncturel, de sorte que, à quelques exceptions près, on n'a pas fait de progrès significatif dans le sens de la réduction des déficits structurels. Il est préoccupant également que l'augmentation des déficits dans les dernières années se soit accompagnée d'un gonflement marqué tant des dépenses publiques que des recettes. Une telle évolution est préjudiciable à l'offre dans l'économie et aux perspectives de croissance à moyen terme.

Même une reprise économique durable n'amènera pas une amélioration décisive des soldes budgétaires si les déséquilibres structurels sous-jacents subsistent. Si le climat économique devait finalement se dégrader, l'état des finances publiques se trouvant dès lors affecté de nouveau par un ralentissement conjoncturel de la progression des recettes et une augmentation des dépenses, ces déséquilibres structurels ne tarderaient pas à réapparaître dans les chiffres des déficits effectifs. Mais, même si la croissance se poursuivait sur une période plus longue et contribuait ainsi à une réduction substantielle des déficits effectifs, en les ramenant par exemple à un niveau de l'ordre de 3 % du PIB, ces résultats ne pourraient pas nécessairement être considérés comme durables. Un ratio de cet ordre, en période d'activité économique très soutenue, devrait plutôt être jugé insuffisant pour permettre des progrès durables dans la voie du redressement des soldes budgétaires.

C'est pourquoi il faudrait que la politique budgétaire mette à profit la phase ascendante du cycle pour parvenir à un assainissement suffisant des finances publiques. La reprise en cours dans tous les pays membres de l'Union donne la possibilité d'inverser la tendance qui a caractérisé la situation budgétaire ces dernières années. Un contexte de croissance soutenue devrait être plus favorable à la maîtrise des dépenses et à l'engagement de profondes réformes touchant le fonctionnement et la taille du secteur public. Cela redonnerait de la souplesse à la politique budgétaire, les stabilisateurs automatiques pouvant jouer pendant les récessions futures sans que, pour autant, les déficits budgétaires soient portés au-delà de la barre des 3 % du PIB. Pour dire l'essentiel, il est indispensable que les tendances budgétaires néfastes soient inversées en temps voulu, si l'on veut améliorer les perspectives d'une croissance capable de durer et accroître l'efficacité de la politique monétaire dans la réalisation de la stabilité des prix.

L'évaluation de la convergence des politiques budgétaires pose également des problèmes importants, quand on considère l'encours de la dette dans le présent et son évolution tendancielle dans le temps. Les pays où le rapport de la dette au PIB est très élevé doivent donner des preuves manifestes d'une diminution et suivre des politiques telles que le ratio de la dette visé dans le traité fléchisse suffisamment et se rapproche du niveau de référence à un rythme satisfaisant. Pour les pays dont le ratio de la dette dépasse actuellement 60 % du PIB, plus le niveau initial est élevé, plus le ratio du déficit budgétaire doit être bas. Dans certains cas, cela implique un excédent primaire important, sinon un solde global durablement excédentaire. Cette relation implicite entre les évolutions respectives du déficit et de la dette montre bien que le fait d'arriver à un déficit d'environ 3 % du PIB ne pourra toujours être considéré comme suffisant.

4. La stabilité des taux de change

4.1 L'évolution des taux de change en 1993-1994

L'évolution des taux de change ayant été décrite déjà de manière détaillée (voir A.2), on n'en donnera ici qu'un très bref résumé. L'encadré rappelle les bases légales du critère en question et reproduit un avis du Conseil de l'IME.

Dans la période 1992-1993, les taux de change entre monnaies participant au SME ont connu de fortes tensions. Au premier semestre de 1993, deux réalignements de parités ont été effectués (la livre irlandaise, la peseta et l'escudo ont été dévalués) ; le 2 août de la même année, les pressions sur le marché des changes ayant atteint une intensité encore jamais observée, les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale prirent conjointement la décision d'élargir à $\pm 15\%$ les marges de fluctuation du MCE pour les interventions obligatoires, tout en laissant les parités centrales inchangées. En vertu d'un accord bilatéral, l'ancienne marge de fluctuation de $\pm 2,25\%$ continue de s'appliquer au rapport de change entre le florin et le deutschemark.

Immédiatement après cet élargissement des marges, toutes les monnaies qui participaient antérieurement au mécanisme à marge étroite, à l'exception du florin, se traitèrent au-dessous de leur ancienne limite inférieure contre deutschemark. Entre août et la mi-octobre 1993, les déviations par rapport aux parités centrales du deutschemark ont été comprises entre 4 et 8,5 % pour la livre irlandaise, le franc français, le franc belge et la couronne danoise. La peseta et l'escudo ont fluctué à l'intérieur de leurs anciennes limites, plus larges, vis-à-vis de la monnaie allemande.

Durant la majeure partie de 1994, l'utilisation effective des nouvelles marges s'est traduite par un écart restant proche de 6 %, sauf pendant trois brèves périodes où celui-ci a atteint 8 %. En janvier et décembre 1994, la peseta a fléchi et l'escudo a fait de même en juin. Le franc belge, le florin et, temporairement, la livre irlandaise ont été les monnaies les plus fermes pendant cette période.

Trois pays sont restés en dehors du MCE en 1993-1994 : la Grèce, l'Italie et le Royaume-Uni.

Ainsi qu'on l'a noté par ailleurs, l'impression générale d'un relâchement des tensions sur les changes, depuis l'élargissement des marges, a été largement confirmée par la tendance à une moindre instabilité des taux de change, d'une part, et des écarts de taux d'intérêt à court terme, de l'autre, ainsi que par le caractère beaucoup plus réduit des interventions de soutien des monnaies qui se trouvaient attaquées.

4.2 Evaluation de la stabilité des taux de change

On peut tirer plusieurs leçons de l'expérience des années passées. Les données économiques fondamentales, et notamment tous les facteurs qui déterminent l'évolution des taux d'inflation, jouent un rôle important dans la formation des cours de change. Dans leurs réactions aux nouvelles, ou quand ils revoient leurs anticipations, les marchés ne tiennent pas compte seulement du degré présent de convergence ; ils considèrent aussi les tendances du passé. Il leur faut être convaincus que les politiques macro-économiques globales sont effectivement orientées vers la stabilité des prix. Le moyen le plus sûr de renforcer la crédibilité réside dans le maintien d'un cap constant dans la conduite de la politique

Encadré 6

La stabilité des taux de change

1. Textes de base

Le traité instituant la Communauté européenne, article 109j(1) impose :

« le respect des marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de change du système monétaire européen pendant deux ans au moins, sans dévaluation de la monnaie par rapport à celle d'un autre Etat membre » ;

Le Protocole (n° 6) sur les critères de convergence visé à l'article 109j(1) du traité instituant la Communauté européenne, article 3, stipule :

« Le critère de participation au mécanisme de change du système monétaire européen, visé à l'article 109j, paragraphe 1, troisième tiret, du traité signifie qu'un Etat membre a respecté les marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de change du système monétaire européen sans connaître de tensions graves pendant au moins les deux dernières années précédant l'examen. Notamment, l'Etat membre n'a, de sa propre initiative, pas dévalué le taux central bilatéral de sa monnaie par rapport à la monnaie d'un autre Etat membre pendant la même période ».

2. Evaluation

Le 7 octobre 1994, le Conseil de l'IME a donné l'avis suivant sur les marges de fluctuation du MCE, avis qui a été entériné ultérieurement par le Conseil de l'Union européenne :

« 1. Le 2 août 1993, les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale ont pris conjointement la décision de porter à 15 % les marges de fluctuation du MCE pour les interventions obligatoires tout en laissant les parités centrales inchangées. L'évolution observée depuis lors montre qu'un couloir d'évolution plus large a contribué à assurer un degré durable de stabilité des changes dans le MCE. Il l'a fait en dissuadant les spéculateurs de lancer des attaques contre les monnaies participant au MCE, ce qui a empêché de fortes baisses des taux de change ou des interventions trop massives sur les marchés, avec les conséquences inflationnistes qu'elles peuvent avoir. A la lumière de cette expérience et dans les circonstances actuelles, le Conseil de l'IME juge souhaitable de maintenir le dispositif en place.

2. En même temps, le Conseil recommande que les pays membres continuent de chercher à éviter les fluctuations de taux de change substantielles, en axant leurs politiques sur l'obtention de la stabilité des prix et la réduction des déficits budgétaires, contribuant ainsi à ce que soient remplies les conditions fixées à l'article 109j(1) du traité et dans le Protocole correspondant ».

économique et dans une adaptation judicieuse du cadre institutionnel, notamment en ce qui concerne l'indépendance des banques centrales. Toutefois, on ne saurait exclure l'intervention de facteurs politiques ou d'événements imprévus d'importance majeure, avec, par suite, la possibilité de réactions des marchés de change dans la mesure où ces phénomènes sont générateurs d'incertitude.

C'est par référence à ce contexte que le Conseil de l'IME a donné un avis au Conseil de l'Union européenne sur les marges de fluctuation du MCE (voir l'encadré 6). Le Conseil de l'IME a jugé souhaitable, dans les circonstances actuelles, qu'on maintienne les dispositions en vigueur et que les pays membres continuent de chercher à prévenir des fluctuations importantes des taux de change en axant leurs politiques sur la réalisation de la stabilité des prix et sur la réduction des déficits budgétaires. Cet avis a été entériné par le Conseil.

5. La convergence des taux d'intérêt à long terme

5.1 Les taux d'intérêt à long terme en 1993-1994

On se référera ici aux chiffres du tableau 9. S'ils ne sont pas absolument comparables, les taux retenus sont censés être les plus appropriés en l'espèce. Les instances compétentes poursuivent leurs travaux visant à mettre sur pied l'ensemble le plus homogène et le plus représentatif possible de taux d'intérêt à long terme.

La convergence de ces taux a été comparable dans chacune des deux années considérées. En 1993 et en 1994, un groupe de huit pays (tous les membres de l'Union sauf la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal) a enregistré des niveaux annuels moyens se situant à l'intérieur d'une gamme relativement étroite de 6,4 à 7,7 % et 6,4 à 8,1 % respectivement. En Espagne, en Italie et au Portugal, les taux longs se sont maintenus au niveau de 10 % ou un peu au-dessus, cependant qu'en Grèce ils ont dépassé 20 %.

5.2 Evaluation de la convergence des taux d'intérêt à long terme

Comme il est indiqué dans le traité, le caractère durable de la convergence atteinte par un pays membre et de sa participation au MCE doit se refléter dans le fait que le niveau des taux d'intérêt à long terme dans un pays tend à s'aligner. A cet égard, le traité prévoit comme valeur de référence les taux à long terme des pays ayant les taux d'inflation les plus bas. Il découle de cette disposition que ce ne sont pas nécessairement le ou les taux d'intérêt à long terme les plus bas qui servent d'étalon pour apprécier le caractère durable de la convergence. En 1994, par exemple, le pays ayant eu le meilleur résultat en matière d'inflation est la France, mais son taux d'intérêt moyen à long terme (7,2 %) a été supérieur à ceux qu'ont enregistrés le Luxembourg (6,4 %), les Pays-Bas (6,9 %) et l'Allemagne (7,0 %). Suivant la situation des différents pays au regard du taux d'inflation et des taux d'intérêt à long terme, cela peut se traduire à certains moments par des positions différentes des pays membres quand on compare les résultats effectifs sur le double plan de l'inflation et des taux d'intérêt à long terme.

A l'examen des résultats pour 1993-1994 il apparaît que, globalement, la situation sur le plan de la convergence n'a guère évolué. Comme la plupart des pays ont enregistré au total, en 1994, une hausse du taux d'intérêt moyen à long terme de 50 points de base environ, les écarts n'ont varié que de façon marginale. Certains pays membres dont le niveau des taux longs est comparativement élevé (la Grèce, l'Italie, l'Espagne et le Portugal) ont même vu se réduire, cette même année, leur écart par rapport aux pays présentant les meilleurs résultats. Ces valeurs moyennes masquent toutefois une augmentation considérable des écarts de taux d'intérêt au fil de l'année, notamment entre les pays les mieux placés et l'Espagne, l'Italie et le Portugal. Si la configuration des taux d'intérêt à long terme observée à fin 1994 se maintient, elle aura donc pour effet de ternir l'image globale de la situation en matière de convergence de ces taux. Comme on l'a vu plus en détail (en 2.2), cela peut être considéré comme dénotant de sérieuses préoccupations sur les marchés, en particulier au sujet des situations budgétaires, ainsi qu'une polarisation sur les bilans à long terme des pays en matière de stabilité du taux de change et des prix. Les différences entre pays à cet égard, qui ont entraîné en 1994 une augmentation des écarts de rendements obligataires, sont le signe que les progrès sur la voie de la convergence globale doivent encore être consolidés par des efforts soutenus de la part de tous les responsables de la politique économique.

Encadré 7

Les taux d'intérêt à long terme

1. Textes de base

Le traité instituant la Communauté européenne, à l'article 109j(1), impose :

« le caractère durable de la convergence atteinte par l'Etat membre et de sa participation au mécanisme de change du système monétaire européen, qui se reflète dans les niveaux des taux d'intérêt à long terme ».

Le Protocole (n° 6) sur les critères de, visé à l'article 109j, paragraphe 1, quatrième tiret, du traité, signifie qu'un Etat membre a eu, au cours d'une période d'un an précédant l'examen, un taux d'intérêt nominal moyen à long terme qui n'excède pas de plus de 2 points celui des trois Etats membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix. Les taux d'intérêt convergence visé à l'article 109j(1) du traité instituant la Communauté européenne, article 4, stipule :

« Le critère de convergence des taux d'intérêt sont calculés sur la base d'obligations d'Etat à long terme ou de titres comparables, compte tenu des différences dans les définitions nationales ».

2. Questions statistiques

Les dispositions du traité impliquent, sur le plan statistique, que les données relatives aux taux d'intérêt à long terme représentatifs reflètent aussi fidèlement que possible tout changement d'opinion des marchés quant à la durabilité du degré de convergence atteint par le pays concerné et de sa participation au MCE. Les effets de distorsion éventuels d'autres facteurs doivent être aussi limités que possible. En ce qui concerne les autres données statistiques à utiliser pour l'application du Protocole sur les critères de convergence, c'est à la Commission qu'il appartient de fournir les données requises. L'IME, pour sa part, étant donné son expertise dans ce domaine, participe actuellement à l'élaboration d'une définition harmonisée des statistiques de taux d'intérêt qui satisfasse aux exigences qu'on vient d'énoncer. Les chiffres figurant au tableau 9 tiennent compte des travaux ainsi en cours ; pour le moment, ils sont jugés être les plus utiles en l'espèce.

3. Questions appelant un nouvel examen

Pour le présent critère se posent les mêmes questions que celles qu'on a mentionnées à propos de l'évaluation du critère de stabilité des prix, à savoir le choix du ou des pays à retenir dans le calcul de la valeur de référence pour l'application du critère.

6. La viabilité de la convergence globale

Des progrès notables ont été faits en direction de la stabilité des prix et la convergence s'est accrue aussi dans certains autres domaines. Cela se voit au retour à une plus grande stabilité des changes en 1994. Cependant, des déficiences subsistent. Plusieurs pays accusent encore un niveau de taux d'inflation qui n'est pas satisfaisant et la convergence n'est pas établie assez fermement pour éviter aux responsables de la politique économique d'avoir à affronter des situations délicates sur les marchés de change et les marchés obligataires. Le plus gros problème reste cependant l'état préoccupant des finances publiques dans la plupart des pays de l'Union. Certes, les gouvernements sont pleinement conscients des enjeux et ils ont commencé d'élaborer et de mettre en oeuvre des mesures de redressement, mais il est nécessaire d'intensifier cette action et de la poursuivre sans relâche. Il faut réduire de manière sensible non seulement les découverts budgétaires effectifs, mais aussi les déficits structurels sous-jacents. En outre, la convergence sera plus susceptible de s'ancrer dans la durée si de nouvelles avancées sont faites dans l'amélioration structurelle des marchés du travail et des marchés de produits. Le tableau qu'on vient de brosser montre que, globalement, les résultats acquis en matière de convergence sont encore insuffisants.

CHAPITRE II

LES ACTIVITÉS DU COMITÉ DES GOUVERNEURS ET DE L'IME

INTRODUCTION :

DU COMITÉ DES GOUVERNEURS À L'IME

Avec la création de l'IME, le 1er janvier 1994, le Comité des gouverneurs de banque centrale des Etats membres de la Communauté économique européenne a cessé d'exister. Ce Comité avait été institué en 1964, dans la ligne des principes dont s'inspirait le traité de Rome, pour constituer l'enceinte privilégiée de la coopération entre les banques centrales des pays membres. De nombreux événements se sont produits depuis lors. En 1971, à la suite des recommandations tirées du rapport Werner, le Conseil adopta une décision visant au renforcement de la coopération entre les banques centrales. Le 10 avril 1972 était signé un accord entre les banques centrales de la CEE sur le resserrement des marges de fluctuation des taux de change (dispositif appelé le « serpent ») et le Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) fut créé en 1973. Après les difficultés que connut le processus d'intégration monétaire européenne du fait des conséquences du premier choc pétrolier, le Comité des gouverneurs se vit confier des responsabilités nouvelles avec la mise en place, en 1979, du Système monétaire européen (SME), notamment la gestion du mécanisme de change européen (MCE) du SME. Le Comité a contribué au processus d'unification monétaire, relancé dans la seconde moitié des années quatre-vingt par l'Acte unique européen de 1985, le rapport Delors, qui présentait un schéma de réalisation par étapes de l'Union économique et monétaire, et enfin le traité de Maastricht, qui a modifié le traité de Rome pour tenir compte de la réalisation de l'Union économique et monétaire (UEM).

Dans la première phase de l'UEM, qui a commencé le 1er juillet 1990, les fonctions du Comité des gouverneurs ont été encore étoffées, afin, notamment, de renforcer la coordination des politiques monétaires des pays membres dans la recherche de la stabilité des prix. Le Comité a aussi engagé les travaux préparatoires visant à permettre à l'IME d'exercer ses fonctions dans la phase 2, qui s'est ouverte le 1er janvier 1994.

Etant donné le temps relativement court dont on disposait et la complexité des tâches à mener, les travaux préparatoires au passage à la phase 3 ont été engagés par le Comité des gouverneurs. Comme l'indiquait son Rapport annuel pour 1992, la première étape a consisté à dresser le catalogue complet des questions à examiner en priorité, à établir un programme de travail allant jusqu'à la fin de 1993 et à définir en conséquence les mandats des trois sous-comités existants et des cinq groupes de travail créés à cette fin.

Le 29 octobre 1993, les gouvernements des Etats membres, réunis au niveau des chefs d'Etat ou de gouvernement, ont fait le choix du siège de l'IME — Francfort — et désigné son président. Le 1er novembre, le traité est entré en vigueur ainsi que, du même coup, le Protocole sur les statuts de l'IME qui y est annexé. Le 1er janvier 1994, l'IME a commencé d'exister et il a pris en charge les fonctions qui lui sont dévolues par le traité. En raison des délais qu'a demandés la ratification du traité et du report de la décision relative au siège de l'institution et à la personne de son président, des dispositions provisoires ont dû être prises pour permettre à l'IME d'exercer ses fonctions dans la première phase de son existence. Jusqu'en novembre 1994, il mena l'essentiel de son activité à Bâle, avec la coopération de la BRI et dans les locaux de celle-ci, qui avait hébergé le Secrétariat du Comité des gouverneurs. Une fois prise, en mars 1994, la décision d'installer les services de l'IME dans l'« Eurotour » de Francfort, les préparatifs du transfert dans cette ville et le recrutement du personnel se poursuivirent les mois suivants. Le Conseil de l'IME a tenu sa première réunion dans ses locaux de Francfort, le 15 novembre 1994.

On fera, dans les développements qui suivent, une description résumée des principales missions et fonctions de l'IME et de son organisation.

A. LE RÔLE ET LA STRUCTURE DE L'IME

1. Objectifs, missions et fonctions de l'IME

Le traité (article 109f) et le Protocole annexe sur les statuts de l'IME définissent les objectifs, missions et fonctions de ce dernier.

L'IME a pour objectif essentiel de contribuer à la réalisation de l'Union économique et monétaire, notamment en préparant les conditions nécessaires au passage à la phase 3. Dans ce cadre général, il doit :

- renforcer la coopération entre les banques centrales et la coordination des politiques monétaires nationales, en vue d'améliorer la convergence et d'assurer la stabilité des prix ;
- mener les travaux préparatoires requis pour la mise en place du Système européen de banques centrales (SEBC), la conduite d'une politique monétaire unique et la création d'une monnaie unique, dans la phase 3.

Plusieurs fonctions opérationnelles et consultatives découlent, directement ou indirectement, de ces objectifs. En particulier, l'IME :

- facilite l'utilisation de l'écu et suit son développement, y compris le bon fonctionnement du Système de compensation et de règlement en écus ;
- surveille le fonctionnement du SME et reprend les fonctions exercées antérieurement par le FECOM ;
- procède à des consultations sur les questions qui relèvent de la compétence des banques centrales nationales et qui concernent la stabilité des institutions et des marchés financiers;
- est consulté par le Conseil sur toute proposition de réglementation communautaire, et par les autorités nationales sur tout projet de texte législatif ou réglementaire interne, dans les domaines relevant de sa compétence ;
- fait rapport au Conseil tous les ans sur les progrès faits par les Etats membres dans l'accomplissement de leurs obligations relatives à la réalisation de l'UEM ;
- peut détenir et gérer des réserves de change pour le compte, et à la demande, des banques centrales nationales.

1.1 Le renforcement de la coopération entre banques centrales et de la coordination des politiques monétaires

Dans la phase 2, l'IME doit renforcer la coordination des politiques monétaires, afin de favoriser la réalisation d'un degré élevé de convergence macro-économique. Dans l'accomplissement de cette mission, il agit en fonction des mêmes objectifs et principes que ceux qui ont été fixés pour le SEBC, à savoir, notamment, que l'objectif premier de la politique monétaire est de favoriser la stabilité des prix.

Dans l'exercice de sa mission, l'IME offre un point de rencontre pour les consultations et les échanges de points de vue et d'informations sur les questions de politique monétaire, étant entendu que la conduite de cette politique incombe toujours, en définitive, aux autorités nationales. Il peut formuler des avis et des recommandations sur l'orientation globale de la politique monétaire et de la politique de change, ainsi que sur les mesures prises dans ces domaines par chaque pays membre. L'IME peut présenter des avis ou des recommandations aux gouvernements et au Conseil au sujet des politiques susceptibles d'affecter la situation

monétaire, interne ou externe, de la Communauté et, en particulier, le fonctionnement du SME. Il procède à des consultations sur les questions relevant de la compétence des banques centrales nationales qui touchent à la stabilité des institutions et des marchés financiers.

1.2 La préparation de la mise en place du SEBC

L'article 109f (3) du traité assigne expressément à l'IME la responsabilité suivante : « Pour le 31 décembre 1996 au plus tard, l'IME précisera le cadre réglementaire, organisationnel et logistique dont le SEBC aura besoin pour accomplir ses missions lors de la troisième phase ».

Le cadre réglementaire, organisationnel et logistique ainsi requis pour l'accomplissement par le SEBC de ses missions couvre, entre autres, les domaines ci-après :

- la définition des concepts et de la stratégie sur lesquels s'appuiera la conduite de la politique monétaire unique ainsi que la détermination des techniques et modalités d'action du SEBC ;
- la mise en oeuvre d'une politique de change unique ;
- les moyens d'améliorer les paiements transfrontière ;
- la collecte et, si besoin est, l'harmonisation de statistiques fiables et disponibles à temps pour appuyer la conduite de la politique monétaire unique ;
- la supervision de la planification, sur le plan technique, de l'impression et de l'émission d'un billet de banque européen ;
- l'harmonisation des règles et normes comptables des banques centrales nationales et la mise sur pied de l'architecture de systèmes d'information requise pour le SEBC.

Etant donné la complexité de la tâche, les interactions entre les domaines d'activité et entre les institutions concernées, ainsi que le peu de temps dont il dispose pour les travaux préparatoires, le Conseil de l'IME a structuré ces travaux suivant un programme général fixant les principales lignes d'action. Ce programme, qui sert de guide pour l'organisation, la surveillance et l'évaluation des activités menées par le personnel de l'IME, les sous-comités et les groupes de travail, couvre les principaux sujets qui doivent être traités dans le cadre des travaux préparatoires ; il donne le calendrier des travaux des différents sous-comités et groupes de travail et fixe l'ordre chronologique des délibérations du Conseil de l'IME sur ces sujets.

L'IME doit veiller à ce que les travaux préparatoires à la phase 3 engagés dans les différents domaines s'inscrivent dans un projet cohérent par lui-même et mis en oeuvre en conséquence. Il faut, selon le traité, que le SEBC puisse être mis en place pour la fin de 1996. Cela oblige à trouver des solutions pratiques : il se peut qu'il faille envisager des dispositifs d'urgence, étant donné notamment la longueur des délais de mise en oeuvre dans certains cas. Pour s'assurer que les activités préparatoires se déroulent suivant le calendrier, tant dans son contenu que pour les dates limites, le rythme de progression sera surveillé en permanence.

Des comptes rendus sur l'avancement des travaux préparatoires seront communiqués aux parties tierces, notamment à la Commission européenne, au Comité monétaire et, une fois par an, au Conseil des ministres conformément à l'article 7.1 des statuts de l'IME.

1.3 La surveillance du développement de l'écu

Aux termes de l'article 4.1 de ses statuts, l'IME « facilite l'utilisation de l'écu et suit son développement ». Cette tâche consiste principalement à examiner le cadre juridique en vigueur dans les pays de l'Union, pour déterminer les points sur lesquels la réglementation peut faire obstacle à l'utilisation de l'écu dans le secteur privé. Dans ce contexte, l'IME coopère avec la Commission de l'Union européenne. Les obstacles réglementaires à l'usage de l'écu doivent être supprimés. Il est admis, toutefois, que celui-ci ne doit pas être doté des attributs d'une monnaie nationale pendant la phase 2, de manière à ne pas empiéter sur la souveraineté des Etats membres en matière de politique monétaire.

L'IME examine aussi, une fois par an, l'évolution de la situation quant à l'utilisation de l'écu dans les secteurs financier et non financier. Il joue en outre un rôle consultatif, que ce soit de sa propre initiative ou à la demande d'autres institutions de la Communauté et des Etats membres. A ce titre, il donne en particulier des éclaircissements sur le passage à une monnaie unique dans la phase 3 et sur la continuité des contrats et instruments financiers libellés en écus.

1.4 Autres missions

L'IME a été chargé d'autres missions, de caractère opérationnel ou consultatif, qui sont décrites au chapitre II.B. En vertu de l'article 6.4 de ses statuts, il est aussi habilité à détenir et gérer des réserves en devises pour le compte, et à la demande, des banques centrales nationales. Jusqu'à présent, aucune demande de ce genre n'a été présentée.

On notera également qu'en vertu de l'article 109f (7) du traité l'IME peut se voir confier par le Conseil des ministres de nouvelles missions pour la préparation de la phase 3.

2. L'organisation de l'IME

L'Institut monétaire européen est un organisme de l'Union européenne, doté de la personnalité juridique et institué conformément aux dispositions du traité. Ses membres sont les banques centrales des Etats de l'Union.

Dans l'exécution de ses missions, le personnel de l'IME travaille en étroite collaboration avec trois sous-comités et cinq groupes de travail sur des questions déterminées. La structure de l'IME est décrite ci-après.

2.1 Le Conseil de l'IME

L'organe de décision de l'IME est le Conseil de l'IME. En vertu de l'article 109f (1) du traité et de l'article 9 des statuts, ce Conseil dirige et gère l'IME. Il est composé du président de l'IME et des gouverneurs des banques centrales des pays membres. Le président du Conseil de l'Union européenne et un membre de la Commission européenne peuvent aussi participer aux réunions du Conseil de l'IME, mais sans avoir le droit de vote. Le Conseil de l'IME, dont les débats sont confidentiels, se réunit au moins dix fois par an.

Dans l'exercice des pouvoirs et l'accomplissement des missions et fonctions qui leur sont imparties par le traité et les statuts, les membres du Conseil, qui sont les représentants de leurs institutions respectives, agissent sous leur propre responsabilité. Le Conseil de l'IME ne doit ni solliciter ni accepter des instructions d'autres institutions ou organes de la Communauté, ni des gouvernements des Etats membres. Les institutions et organes de la Communauté, ainsi que les gouvernements des Etats membres, s'engagent à respecter ce

principe d'indépendance. Chaque membre du Conseil dispose d'une voix et le Conseil se prononce normalement à la majorité simple. Il faut toutefois la majorité qualifiée des deux tiers pour l'adoption, entre autres, des avis ou recommandations relatifs à la politique monétaire ou à la politique de change, des décisions portant sur les ressources financières, ou des directives concernant les méthodes à suivre pour la mise en place des conditions nécessaires à l'exercice par le SEBC de ses fonctions. L'unanimité est requise en particulier pour les décisions relatives à la définition précise de la réglementation applicable au SEBC, de son organisation et de son appareil logistique, pour la publication des avis et recommandations, et pour l'octroi aux autorités monétaires de pays tiers du statut de «tiers détenteurs» d'écus officiels.

Conformément à une tradition établie de longue date dans la Communauté européenne, après la signature de l'Acte d'adhésion par les chefs d'Etat ou de gouvernement à Corfou, en juin 1994, les banques centrales des pays sollicitant leur admission — l'Autriche, la Finlande, la Norvège et la Suède — ont été invitées par l'IME à participer en qualité d'observateurs aux réunions du Conseil, du Comité des suppléants et des sous-comités et groupes de travail. A la suite du référendum sur l'entrée dans l'Union européenne organisé en Norvège en novembre 1994, la majorité ayant voté contre, les représentants de la banque centrale de Norvège ont cessé d'assister aux réunions de l'IME. Le jour où l'Acte d'adhésion est entré en vigueur, soit le 1er janvier 1995, l'Autriche, la Finlande et la Suède sont entrées officiellement dans l'Union européenne et les gouverneurs de leurs banques centrales respectives sont devenus membres du Conseil de l'IME.

2.2 Le Président de l'IME

Conformément aux dispositions du traité et des statuts de l'IME, le président de l'IME est nommé pour une période de trois ans, par commun accord entre les gouvernements des Etats membres, au niveau des chefs d'Etat ou de gouvernement, sur recommandation du Comité des gouverneurs ou du Conseil de l'IME, et après consultation du Parlement européen et du Conseil de l'Union européenne. Les fonctions du président consistent à préparer et présider les réunions du Conseil de l'IME, à assurer la gestion courante et à faire connaître le point de vue de l'institution. En son absence, ses fonctions sont exercées par le vice-président, lequel est choisi parmi les gouverneurs qui sont membres du Conseil de l'IME, pour une période de trois ans également.

2.3 L'organisation interne de l'IME

A sa création, le 1er janvier 1994, l'IME a commencé de travailler avec les 28 personnes qui composaient l'effectif du Secrétariat du Comité des gouverneurs. En avril, une fois prise la décision relative aux locaux, le Département de l'administration s'est installé à Francfort pour mettre en place l'infrastructure des nouveaux bureaux de l'IME, recruter et préparer le déménagement des locaux de Bâle. Au 31 décembre 1994, l'effectif était de 126 personnes, généralement titulaires d'un contrat d'une durée de trois ans. Il est prévu actuellement que le nombre d'agents atteindra 199 d'ici à la fin de 1995.

La direction se compose du directeur général et de quatre chefs de département. Le directeur général est surtout chargé d'assister le président dans l'exercice de ses fonctions, notamment dans la gestion courante de l'IME. Les quatre départements sont : le Secrétariat général, le Département monétaire, économique et de statistiques, le Département de l'administration et le Département des systèmes d'information et de communication.

Le Secrétariat général comprend deux divisions. La Division d'analyse et d'orientation est chargée de a) préparer les réunions du Conseil, entretenir les relations avec d'autres

institutions, concourir à l'élaboration et à la diffusion des rapports de l'IME et tenir ses archives, b) surveiller le fonctionnement du Système de compensation et de règlement en écus et suivre celui des systèmes de paiement des pays membres ; préparer la mise en place de systèmes de paiement couvrant l'ensemble de l'Union à partir de la phase 3, c) apporter son concours aux activités des Groupes de surveillance et de concertation, surveiller le fonctionnement du SME, faciliter l'utilisation de l'écu et superviser son développement, effectuer les opérations relatives au SME et déterminer les modalités des opérations sur les changes devant être effectuées par le SEBC dans la phase 3, d) effectuer les analyses nécessaires pour les consultations portant sur les questions concernant la stabilité des institutions et marchés financiers, enfin e) coordonner les travaux de préparation de la phase 3, suivre et évaluer l'avancement de ces travaux par rapport au calendrier fixé par le traité, et en rendre compte. La Division travaille en liaison étroite avec les Sous-comités de politique des changes et de surveillance bancaire et avec les Groupes de travail sur les systèmes de paiement de l'Union, sur les questions comptables et sur l'impression et l'émission d'un billet de banque européen. Elle leur apporte son concours.

La Division juridique est chargée de traiter tous les problèmes d'ordre juridique qui se posent au sein de l'IME. A ce titre, elle apporte son concours à l'exécution du mandat de l'institution, notamment en ce qui concerne les aspects juridiques de la préparation du cadre réglementaire et institutionnel dans lequel fonctionnera le SEBC et les questions liées à l'interprétation du traité. En outre, la Division juridique coopère à la formulation des avis de l'IME, lorsque celui-ci est consulté par le Conseil de l'Union européenne, ou par les autorités nationales, sur un projet de législation communautaire ou nationale dans un domaine relevant de sa compétence. Le personnel de cette division donne des avis juridiques à la direction de l'IME sur les affaires administratives. Le Secrétariat général comporte aussi un Service de presse et un Service de traduction.

Le Département monétaire, économique et de statistiques se compose de trois divisions ; il assure le secrétariat du Sous-comité de politique monétaire et il a en charge la bibliothèque de l'IME. La Division Phase 2 effectue des analyses économiques portant sur les questions relatives au renforcement de la coopération monétaire entre les banques centrales et à la coordination des politiques monétaires, dans l'optique de promouvoir la stabilité des prix au cours de la phase 2. Elle peut aussi assister le Conseil dans la formulation d'avis et de recommandations sur les politiques macro-économiques, notamment à propos des critères de convergence, et effectuer des études sur les questions concernant les marchés financiers. Pour assurer ces fonctions, la Division s'appuie principalement sur l'examen des tendances à court terme et à long terme caractérisant les évolutions économiques et financières dans les pays de l'Union, et sur des comparaisons entre pays. La Division Phase 3 est chargée des études sur les concepts, la stratégie et les règles de conduite de la politique monétaire unique dans la phase 3 de l'UEM, notamment en ce qui concerne la définition des instruments, des modalités d'application et des objectifs intermédiaires de cette politique. Elle concourt à définir les conditions pratiques dans lesquelles la politique des changes sera mise en oeuvre dans la phase 3. En outre, elle effectue des études économiques centrées sur l'analyse des tendances et des stratégies à long terme, et donne aussi son avis sur les questions d'ordre opérationnel liées à la préparation et à l'ouverture de la phase 3 au niveau général de l'Union. Les deux divisions travaillent en liaison étroite avec les Sous-comités de politique monétaire et de politique des changes.

La Division des statistiques a pour tâche principale de contribuer à améliorer l'information statistique nécessaire pour permettre la coordination des politiques monétaires dans la phase 2, mettre au point les concepts et méthodes harmonisés, et préciser les modalités à prévoir — sur le triple plan de la réglementation, de l'organisation et de l'infrastructure — pour la production des statistiques dont le SEBC aura besoin pour s'acquitter de ses fonctions. Pour ce faire, elle opère en liaison étroite avec le Groupe de

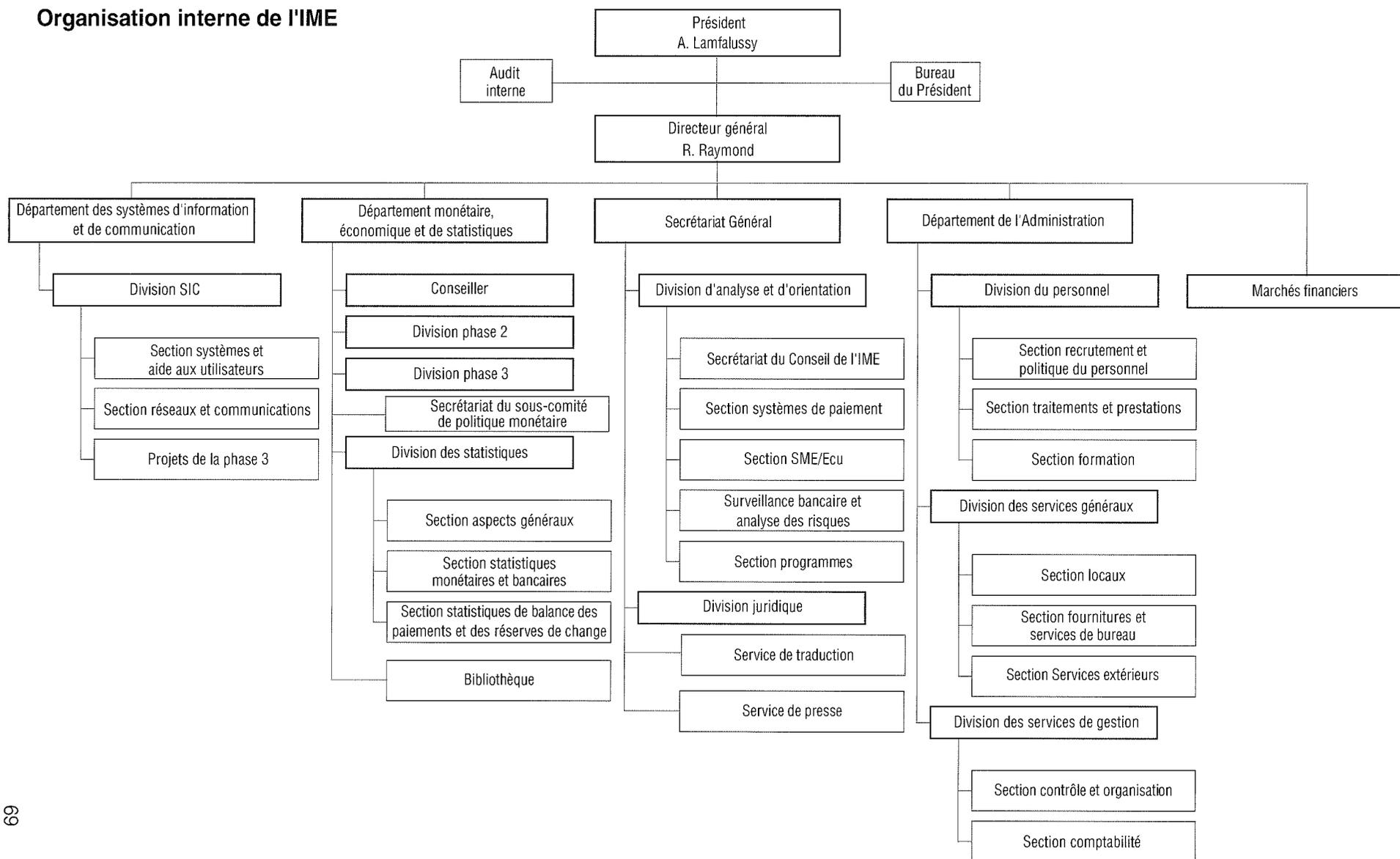
travail sur les statistiques. La Division doit aussi veiller à ce que l'ensemble des services de l'IME disposent des données statistiques et installations nécessaires.

Le Département des systèmes d'information et de communication ne comprend actuellement qu'une division, subdivisée en trois sections fonctionnelles ; il est chargé de concevoir et mettre en oeuvre une stratégie technique dans le domaine des systèmes d'information et de communication pour l'IME et le futur SEBC. Cette tâche est accomplie en collaboration étroite avec le Groupe de travail sur les systèmes d'information, dont le Département assure le secrétariat. De plus, le Département des systèmes d'information et de communication est chargé d'apporter une aide technique au personnel utilisant les systèmes d'information et de communication et — sous la supervision du Groupe de travail sur les systèmes d'information — de la surveillance, de la coordination et du développement ultérieur des systèmes de communication déjà en place entre l'IME et les banques centrales.

Le Département de l'Administration comprend trois divisions. La Division du personnel a pour fonctions a) le recrutement et la politique de personnel, b) les questions de rémunérations et c) la formation. La Division des services généraux s'occupe a) des locaux, b) des fournitures et des bureaux et c) de l'organisation des conférences, des réunions et des missions. La Division des services de gestion est chargée a) de la tenue des comptes financiers internes de l'IME et b) des questions relatives au contrôle de gestion et à l'organisation générale.

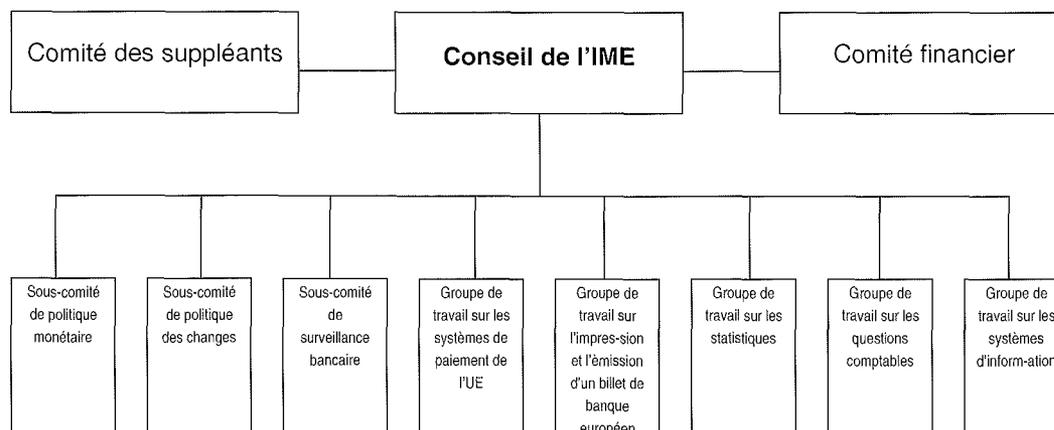
Comme l'article 6.4 des statuts habilite l'IME à détenir et gérer des réserves en devises pour le compte, et à la demande, des banques centrales nationales, il créera, le cas échéant, un Département financier.

Organisation interne de l'IME



2.4 Comités, sous-comités et groupes de travail

Dans l'exercice de ses missions, le Conseil de l'IME est aidé par plusieurs comités et groupes de travail, comme le montre l'organigramme ci-dessous :



Le Comité des suppléants, présidé par le directeur général de l'IME, est composé de représentants de haut niveau des banques centrales de l'Union, désignés par les gouverneurs respectifs pour être leurs suppléants au Conseil de l'IME. Il est chargé essentiellement de la préparation des réunions du Conseil.

Le Comité financier, qui est présidé par le vice-président de l'IME, comprend en outre les deux gouverneurs les plus anciens, membres du Conseil, qui exercent cette fonction par roulement pendant un an. Son rôle est essentiellement d'examiner, pour le compte du Conseil, le projet de budget annuel présenté par le président et les comptes annuels, ainsi que les états périodiques des dépenses engagées par l'IME au cours de l'exercice financier, et de donner son avis au Conseil sur ces documents.

Les sous-comités et groupes de travail, composés d'experts des banques centrales nationales, ont été créés à l'époque du Comité des gouverneurs ; le Conseil de l'IME a décidé qu'ils poursuivraient leurs activités. Les présidents des sous-comités et groupes de travail ont été nommés chacun pour une période de trois ans, à compter du 1^{er} janvier 1994.

Le Sous-comité de politique monétaire aide le Conseil dans le renforcement de la coordination des politiques monétaires nationales au sein de l'Union européenne. A cette fin, dans le cadre des exercices « ex ante » et « ex post », il apporte son concours aux consultations périodiques sur la surveillance des politiques monétaires, notamment en examinant les objectifs et les stratégies monétaires envisagés par les pays membres et leur compatibilité avec l'objectif final : la stabilité des prix dans l'ensemble de l'Union. En outre, le Sous-comité examine, une fois par an, l'évolution des situations dans le domaine budgétaire. Il effectue aussi les études nécessaires pour aider l'IME à préparer la conduite de la politique monétaire unique. Il étudie, en particulier, les méthodes et les problèmes d'organisation se rapportant à l'application de la politique monétaire unique, afin de mettre au point les instruments et les modalités d'action que le SEBC devra mettre en œuvre dans la phase 3 pour s'acquitter de ses fonctions dans ce domaine.

Le Sous-comité de politique des changes assiste le Conseil dans la préparation des débats relatifs à l'évolution des changes, au fonctionnement du SME et au développement de l'usage de l'écu privé. Il procède aussi, régulièrement, à des échanges d'informations avec les banques centrales hors Union, dans le cadre de la « procédure de concertation » associant des représentants des banques centrales de dix-neuf pays industrialisés ; ces échanges

permettent le partage de données relatives aux tendances des marchés, aux interventions et aux autres opérations officielles sur les changes. En outre, le Sous-comité aide l'IME dans les travaux préparatoires à l'exercice par le SEBC de ses fonctions dans ce domaine.

Le Sous-comité de surveillance bancaire délibère, à intervalles réguliers, des questions affectant la stabilité des institutions et marchés financiers. Dans les cas où la banque centrale n'est pas légalement responsable du contrôle des banques, un représentant de l'autorité nationale compétente figure au Sous-comité.

Le Groupe de travail sur les systèmes de paiement dans l'Union européenne est chargé, sous l'égide du Conseil de l'IME, de coordonner les activités des banques centrales dans le domaine des systèmes de paiement, d'étudier les moyens de faciliter les paiements transfrontière dans le contexte du Marché unique et dans la perspective du passage à la phase 3, enfin de préparer les décisions du Conseil de l'IME concernant la surveillance du Système de compensation et de règlement en écus.

Le Groupe de travail sur l'impression et l'émission d'un billet de banque européen aide l'IME dans la supervision des préparatifs techniques de billets de banque libellés en écus. Ce domaine d'activité couvre l'étude des diverses solutions concevables pour la conception et la production de billets de banque européens et pour l'émission, la distribution, le tri et le traitement de ces billets une fois qu'ils auront été fabriqués.

Le Groupe de travail sur les statistiques concourt à l'amélioration de l'information statistique qu'impose le renforcement de la coordination des politiques monétaires dans la phase 2, mais aussi de la mise sur pied de la base statistique nécessaire à la conduite de la politique monétaire unique dans la phase 3.

Le Groupe de travail sur les questions comptables a mis au point les méthodes comptables appliquées par l'IME (voir les comptes annuels ci-joints). Il est chargé de préparer des recommandations visant à l'harmonisation des règles et normes comptables dans le SEBC, en considération, particulièrement, des textes relatifs au « revenu monétaire », au versement du capital et au transfert des réserves de change.

Le Groupe de travail sur les systèmes d'information a pour tâche d'aider l'IME dans la formulation et la mise en oeuvre d'une stratégie technique pour les systèmes d'information et de communication de l'IME et du SEBC.

3. Les ressources financières de l'IME

Aux termes de l'article 16 de ses statuts, l'IME est doté de ses propres ressources; celles-ci se montent à 615,6 millions d'écus (voir les notes des comptes annuels joints au présent Rapport). Le niveau des ressources requises a été déterminé par le Conseil de l'IME, sur la base du flux d'intérêts annuels qui devrait être engendré pour couvrir les dépenses courantes maximales prévisibles d'un exercice annuel normal (quelque 44 millions d'écus), d'une dotation pour les dépenses initiales d'équipement de l'IME et des fonds de trésorerie. L'excédent qui pourrait apparaître en fin d'année serait soit reversé immédiatement aux banques centrales en fonction de la clef de répartition, soit versé à un fonds de réserve, remboursable aux banques centrales, avec les contributions initiales, à la liquidation de l'IME.

Les ressources financières de l'IME lui ont été fournies par les banques centrales, conformément à une clé de répartition fondée sur la part de chaque pays dans la population totale de l'Union et dans son PIB global, soit suivant la même méthode que celle qui sera utilisée dans la phase 3 pour la BCE.

Tableau 10 Part de chaque banque centrale dans les ressources financières de l'IME
(en pourcentage)

	1994	A partir de 1995
Banque fédérale d'Allemagne	24,20	22,55
Banque de France	18,30	17,00
Banque d'Italie	17,05	15,85
Banque d'Angleterre	16,45	15,35
Banque d'Espagne	9,50	8,85
Banque des Pays-Bas	4,55	4,25
Banque nationale de Belgique	3,00	2,80
Banque de Grèce	2,15	2,00
Banque du Portugal	1,95	1,85
Banque nationale du Danemark	1,80	1,70
Banque centrale d'Irlande	0,90	0,80
Institut monétaire Luxembourgeois	0,15	0,15
Banque de Suède	-	2,90
Banque nationale d'Autriche	-	2,30
Banque de Finlande	-	1,65

Source: Décisions du Conseil de l'IME numéros, 2/94 et 3/95.

Sur le total du budget annuel estimé, 40 % environ sont affectés aux frais de personnel et 25 % à la location des locaux et à leur entretien. Les 35 % restants couvrent les achats de biens, de services et de fournitures : un tiers de ces derniers est lié directement aux installations nécessaires pour permettre le déroulement des travaux des très nombreuses réunions internationales des groupes décrits ci-dessus qui se tiennent à l'IME, ainsi qu'aux liaisons régulières avec les institutions, nationales et internationales, qui prennent part aux travaux de l'IME.

B. LES ACTIVITÉS DE L'IME

1. La coordination des politiques monétaires et des politiques de change

L'IME est chargé de renforcer la coordination des politiques monétaires des pays membres dans la poursuite de l'objectif de stabilité des prix. Dans ce contexte, il doit procéder à des consultations régulières sur le cours que suivent les politiques monétaires, lesquelles, dans la phase 2, sont du ressort des autorités nationales. Il doit normalement être consulté par ces dernières quand elles s'apprêtent à prendre des décisions concernant l'orientation de la politique monétaire, cela dans le cadre de l'exercice commun d'analyse mis au point pour la coordination « ex ante ». L'IME suit aussi l'évolution du SME.

A cette fin, il a poursuivi et intensifié les travaux qui avaient été engagés et menés dans la première phase de l'UEM par le Comité des gouverneurs. C'est ainsi qu'il suit régulièrement les évolutions observées et les politiques menées dans le domaine économique et monétaire, l'objectif étant de faciliter l'expression de points de vue communs sur la situation du moment et les mesures à prendre pour faire face à cette situation. La procédure suivie à cet effet comporte un examen hebdomadaire, au niveau des experts, des tendances que font apparaître les marchés de change et les taux d'intérêt. On dégage les principaux facteurs susceptibles d'affecter l'évolution des changes, dans les différents pays membres ou au niveau de l'Union considérée globalement ; on étudie également les derniers développements ou les perspectives sur le plan économique, les décisions prises dans le domaine monétaire et budgétaire, ainsi que les anticipations des marchés financiers touchant l'évolution future des changes et des taux d'intérêt. Au cours de ses réunions mensuelles, le Conseil de l'IME passe en revue les conditions économiques et financières dans les différents pays membres comme la situation des marchés financiers internationaux.

En outre, il est procédé chaque automne, avant que les autorités nationales n'annoncent publiquement leurs décisions relatives à la conduite future de la politique monétaire, à une analyse prospective, appelée « exercice ex ante ». Dans ce cadre, l'IME étudie les évolutions économiques, monétaires et financières et examine le bien-fondé des orientations de la politique monétaire dans les différents pays membres. L'examen porte aussi sur l'orientation globale au niveau de l'Union, ainsi que sur la compatibilité entre elles des politiques nationales en matière monétaire et dans le domaine des changes. L'analyse « ex ante » est suivie ultérieurement d'un exercice de surveillance « ex post », qui est effectué normalement vers la fin du printemps. Il s'agit alors d'examiner les politiques monétaires suivies, en comparant l'évolution économique récente aux prévisions antérieures et en évaluant les perspectives concernant le profil des politiques économiques et monétaires pendant le reste de l'année.

Les analyses de base sur lesquelles s'appuie ce travail de surveillance sont revues et mises à jour de manière permanente. En 1994, l'attention s'est portée particulièrement sur le processus de transmission des impulsions monétaires et sur les conséquences qui découlent des différences entre pays dans ce domaine pour la coordination des politiques monétaires nationales dans l'Union.

L'IME a le droit de formuler des avis et des recommandations sur l'orientation générale de la politique monétaire, autant que de faire des recommandations aux autorités monétaires des Etats membres sur la conduite de leur politique monétaire et de leur politique de change. Jusqu'à présent, il n'a pas vu la nécessité de faire usage de cette disposition. En 1994, l'IME a aussi étudié en détail, comme le Comité des gouverneurs avait coutume de le faire une fois par an, l'évolution des finances publiques et les conséquences qui en résultent pour la

coordination des politiques monétaires. L'IME estime que des situations budgétaires saines sont d'une importance capitale pour la poursuite de politiques monétaires axées sur la stabilité. Au printemps de 1994, il a fait part au Conseil, en deux occasions, de ses préoccupations quant à l'état des finances publiques dans l'Union.

2. Les travaux de préparation de la phase 3

L'une des principales missions de l'IME est de mettre en place les conditions requises pour que le SEBC soit en mesure de mener ses missions à bien à partir du début de la phase 3. Ces travaux préparatoires portent sur de nombreux domaines d'activité des banques centrales, notamment la politique monétaire, la politique de change, les statistiques, les systèmes de paiement et l'émission de billets de banque.

2.1 La politique monétaire

Le traité, qui a fixé les statuts du futur SEBC, lui assigne comme objectif premier le maintien de la stabilité des prix. En ce qui concerne, cependant, le « modus operandi » de la politique monétaire unique, les statuts ne posent que des principes généraux : par exemple, le principe d'une économie de marché ouverte à la libre concurrence, l'interdiction du financement des déficits publics par la banque centrale et la possibilité de décentraliser l'exécution des opérations du SEBC, de manière à ce que celle-ci puisse être confiée aux banques centrales nationales « dans la mesure jugée possible et adéquate ».

Le travail de préparation implique une analyse technique détaillée des divers moyens d'action dont on pourrait disposer ou qui sont déjà utilisés dans les pays membres, cela afin d'identifier les différences de caractère institutionnel entre pays (on trouvera à l'annexe I une description des stratégies monétaires et des instruments de politique monétaire actuellement en oeuvre dans les pays membres de l'Union). Il faut aussi procéder à un examen général des grands principes applicables à l'élaboration et à la mise en oeuvre de la politique monétaire dans l'Union européenne, après quoi il sera possible de prendre des décisions sur les questions qui impliquent des choix stratégiques. Les réponses définitives à ces questions ne seront données cependant qu'à un stade ultérieur, car elles dépendront largement des conditions économiques et financières qui régneront au moment de l'entrée dans la phase 3. Néanmoins, le délai nécessaire à la mise en place d'un nouveau dispositif opérationnel est tel qu'il faut aller de l'avant dans les préparatifs. Les travaux avancent dans ce vaste domaine.

Une des principales questions relatives à la conduite de la politique monétaire dans la phase 3 est de savoir si le SEBC devra prendre directement pour objectif la stabilité des prix ou appliquer une stratégie reposant sur l'adoption d'un objectif intermédiaire. Dans l'un et l'autre cas, il faut que la politique suivie soit tout à fait transparente et crédible, et qu'il existe une relation suffisamment prévisible entre les impulsions monétaires et l'évolution des prix. Le choix de stratégie impose une évaluation empirique qui ne pourra être faite complètement qu'à un stade ultérieur, mais qui, en tout cas, devra se fonder en grande partie sur l'observation du passé et sur les données disponibles. Il faut souligner que, quel que soit le choix qui sera fait, d'une part, entre la voie directe et la méthode indirecte et, d'autre part, entre les différents objectifs intermédiaires, le SEBC devra surveiller d'autres indicateurs susceptibles de l'éclairer sur la situation monétaire, économique et financière, présente et future, et sur le caractère plus ou moins approprié de l'orientation de la politique monétaire. Il est prévu de revenir sur ces questions en 1996.

Pour évaluer l'incidence d'une orientation monétaire unique sur les prix et la production, il y a intérêt à analyser les différences entre pays relativement au processus de transmission des impulsions monétaires, ces différences pouvant compliquer la conduite de la

politique monétaire unique. Une étude préliminaire (voir l'encadré 2 chapitre I) montre que ces différences sont liées très étroitement aux facteurs structurels et institutionnels. S'il est vrai que l'intégration croissante des marchés et le passage à la phase 3 entraîneront une plus grande convergence dans le domaine financier, il n'est ni souhaitable, ni même possible, que toutes les différences structurelles disparaissent. Il en existe aussi, d'ailleurs, à l'intérieur des frontières nationales actuelles.

Dans la conduite journalière de la politique monétaire, le SEBC se concentrera sur un ou plusieurs taux d'intérêt à court terme. En agissant sur ce (ou ces) taux, il donnera des indications aux acteurs des marchés. Le SEBC doit donc pouvoir émettre des signaux clairs et dépourvus d'ambiguïté sur la politique qu'il suit, et il ne faut pas que ces signaux soient brouillés à cause de différences entre les situations locales dans le domaine des taux d'intérêt.

Les conditions requises pour une orientation monétaire unique se situent dans le domaine des instruments et modalités d'action, mais aussi au niveau de l'intégration des marchés interbancaires et des systèmes de paiement. Il est indispensable que ces instruments et modalités d'action soient largement harmonisés, pour que les signaux émis dans la conduite de la politique monétaire soient perçus de la même manière dans tous les pays. Une autre condition essentielle est l'existence de possibilités d'arbitrage suffisantes pour les banques. En outre, c'est seulement si ces dernières peuvent transférer des avoirs en monnaie centrale au-delà des frontières nationales en toute liberté, et à l'intérieur d'une même journée, que les variations de taux d'intérêt se répercuteront rapidement et uniformément dans toute l'Union. Cela a des conséquences importantes pour le degré requis d'intégration du système de paiement et de règlement (voir ci-dessous en 2.4).

L'appréciation des différents instruments de politique monétaire et des différentes modalités d'action qu'on peut envisager doit se fonder sur un certain nombre de principes fondamentaux :

- efficacité : les instruments de la politique monétaire et leurs modalités d'application doivent permettre au SEBC de contrôler efficacement les grandeurs retenues comme cibles. Pour être efficace, le dispositif opérationnel doit notamment garantir l'uniformité et la cohérence des signaux de politique monétaire émis par le SEBC ;
- conformité aux principes de l'économie de marché : la politique monétaire doit être mise en oeuvre «conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre» (traité de Maastricht, article 105) ;
- égalité de traitement : le SEBC doit traiter de la même façon et sans considération du pays d'origine toutes les catégories d'institutions financières qui auront accès à ses concours ;
- simplicité et transparence : la politique monétaire et les modalités d'application doivent être simples et appliquées dans la clarté, de manière à permettre le respect des critères d'égalité de traitement et de conformité aux principes de l'économie du marché dans un système de banques centrales décentralisé ;
- décentralisation : le SEBC devra avoir recours aux banques centrales nationales pour l'exécution des opérations « dans la mesure jugée possible et adéquate » (article 12 des statuts du SEBC). Le respect de ce principe est susceptible d'avoir un intérêt pratique, du fait, notamment, que la BCE pourra tirer profit de l'expérience des banques centrales nationales et de leur connaissance des marchés locaux ;
- continuité : le passage au nouveau dispositif opérationnel au début de la phase 3 se fera sans doute plus facilement si l'on s'appuie, dans toute la mesure possible, sur l'infrastructure initiale et si l'on emploie des instruments susceptibles d'être adaptés à des conditions toujours en évolution.

Les débats sur le dispositif opérationnel requis pour la mise en oeuvre de la politique monétaire unique par le SEBC (qui portent sur le choix des instruments qui pourraient être utilisés, la définition des caractéristiques qu'ils devraient présenter et les modalités d'utilisation appropriées) sont actuellement en cours. Il faudra, en s'appuyant sur un examen approfondi de chaque instrument à partir des expériences nationales, comparer les différentes formules possibles de cadre opérationnel global à la lumière des caractéristiques prévisibles de l'environnement économique et financier dans la phase 3.

Les caractéristiques d'un éventuel système de réserves obligatoires devront être déterminées assez tôt de manière que, le cas échéant, les systèmes existants puissent être adaptés et que de nouveaux systèmes puissent être mis en place en temps voulu. Il en va de même pour les caractéristiques générales des « facilités permanentes » et des opérations d'open market. Il sera nécessaire également de définir les catégories de titres qui seraient admis en garantie pour le recours aux facilités permanentes et celles qui pourraient servir de support aux opérations d'open market. En outre, il faut examiner s'il est techniquement possible d'effectuer les opérations d'open market à un niveau décentralisé et déterminer les modalités suivant lesquelles cela pourrait se faire. Enfin, les résultats de ces études distinctes devront être rapprochés les uns des autres, de manière à permettre un débat sur le cadre opérationnel global dans lequel s'inscrira l'action du SEBC. Toutes ces analyses ne restreindront toutefois aucunement la liberté de décision du SEBC quant à savoir si et comment il conviendra d'utiliser ces instruments.

2.2 La politique de change

A partir du début de la phase 3 de l'UEM, le SEBC devra être prêt à mener une politique de change unique. Pour qu'il puisse exercer cette fonction, plusieurs questions doivent être traitées à l'avance. Ce sont notamment le transfert des réserves de change des banques centrales nationales à la Banque centrale européenne (BCE), la gestion des réserves de la BCE et des banques centrales nationales, l'organisation des interventions sur les changes et les rapports de change avec les monnaies des pays membres ne participant pas au SME dans la phase 3.

L'IME a prévu d'examiner ces questions au cours des années 1995 et 1996. Une analyse préliminaire portant sur l'organisation des interventions sur les changes a été mise en route en 1994. Par analogie avec ce qui a été dit à propos de la politique monétaire unique, même si les décisions de fond devront être prises par la BCE, les modalités d'exécution des opérations sur les changes devront être définies et mises au point avant le début de la phase 3. Il faudra notamment savoir si, et dans quelle mesure, ces opérations devront être centralisées ou décentralisées. La faisabilité technique des différents modes d'organisation envisageables, ainsi que l'efficacité de chacun pour la mise en oeuvre de la politique de change, seront évaluées avant qu'une solution déterminée ne soit adoptée. Autre question à examiner, celle des conséquences que peuvent avoir pour l'organisation de la politique de change les relations entre la nouvelle monnaie unique et les autres monnaies, c'est-à-dire les monnaies hors Union, d'une part, et celles des Etats membres bénéficiant d'une dérogation, d'autre part.

2.3 Les problèmes de statistiques

Le traité dispose que l'IME « encourage l'harmonisation, si besoin est, des règles et pratiques régissant la collecte, l'établissement et la diffusion des statistiques dans les domaines relevant de sa compétence ». Cela impose de faire en sorte qu'on puisse disposer, dans la phase 3, de statistiques, judicieusement articulées entre elles, qui couvrent l'Union

monétaire et permettent d'appuyer les efforts de l'IME pour « renforcer la coordination des politiques monétaires en vue d'assurer la stabilité des prix ».

Etant donné la longueur des délais nécessaires à l'élaboration de statistiques, le Comité des gouverneurs avait mis en route, en 1992, les travaux préparatoires à la phase 3 dans ce domaine. Il fut convenu ultérieurement avec la Commission, à titre provisoire, que le Comité, et son successeur l'IME, auraient la responsabilité, au niveau de l'Union européenne, de la conception des statistiques monétaires et bancaires en général, ainsi que des statistiques relatives aux flux financiers dans les balances des paiements et aux encours correspondants. L'arrangement actuel est à l'examen, ainsi que les dispositions concernant la coopération dans les affaires statistiques au niveau de l'Union. Il est prévu de délimiter en 1995 les domaines de compétence et de responsabilité, dans les différentes catégories de statistiques, entre le futur SEBC et la Commission (EUROSTAT).

Le premier travail a été de déterminer les besoins probables en matière de statistiques dans la phase 3. Il a fait apparaître la nécessité d'une large gamme de statistiques monétaires, financières et de balance des paiements pour la conduite d'une politique monétaire unique. Elle comprend un ensemble de statistiques monétaires, judicieusement articulées entre elles, qui couvrent l'Union monétaire et soient disponibles chaque mois dans un délai très rapide, ainsi que des données mensuelles sur les balances des paiements de cette Union, qui soient fournies en temps voulu et retracent au moins les principaux postes d'opérations avec les pays tiers.

Pour répondre à ces exigences, les membres du Comité des gouverneurs convinrent d'abord, en septembre 1993, que toutes les banques centrales exploiteraient les possibilités existantes de fournir dans un délai plus court les statistiques monétaires et bancaires « essentielles » et les chiffres de la balance des paiements jugés de même. Il fut décidé également que, pour pouvoir établir dès le début de la phase 3 des statistiques monétaires bien articulées entre elles et qui couvrent l'Union monétaire, il fallait que des dispositions soient prises dans tous les pays membres pour permettre une ventilation des positions extérieures des banques, en positions vis-à-vis des pays membres de l'Union monétaire et positions vis-à-vis des autres pays.

Il a été procédé au recensement des statistiques déjà publiées dans les pays membres et de celles qui, sans être encore disponibles, étaient déjà prévues ou dont on pourrait disposer assez aisément. Ce travail comparatif a permis d'identifier les lacunes et de déterminer les points sur lesquels l'harmonisation s'imposait. Il est apparu que les statistiques des pays membres présentaient beaucoup de traits communs et qu'elles répondaient à peu près bien aux besoins de l'Union monétaire tels qu'ils ont été définis. Il y a cependant de nombreuses différences de détail et certaines divergences plus importantes, cela parce que les priorités de la politique monétaire ne sont pas partout les mêmes et que les structures et pratiques financières varient suivant les pays.

A la fin de 1994, le Conseil de l'IME avait arrêté la notion d'« Institution financière monétaire », dont le bilan doit être incorporé dans le bilan consolidé du système bancaire de l'Union monétaire, selon la présentation prévue pour ce bilan consolidé. L'accord s'est fait aussi, au sein du Conseil, sur la nécessité de statistiques mensuelles de balance des paiements couvrant l'Union monétaire et sur la définition des notions de résident et de secteur économique.

Si l'harmonisation doit apparaître clairement comme une nécessité, il faut la concevoir d'une manière souple et non pas uniforme. Dans certains domaines particulièrement sensibles pour la BCE, il suffira peut-être, dans la future Union monétaire, que les statistiques soient à peu près comparables d'un pays à l'autre, cela, notamment, parce que la structure et le fonctionnement des marchés financiers nationaux peuvent (encore) différer sensiblement. Là, en revanche, où les statistiques doivent être agrégées et, en particulier, si la consolidation

au niveau supranational est nécessaire, il faut qu'il y ait correspondance étroite. Ces considérations influenceront sur le degré de priorité accordé aux différentes tâches d'harmonisation.

En ce qui concerne les travaux futurs, il reste à examiner, parmi l'ensemble des besoins recensés, certains domaines comme les bilans des banques centrales, les taux d'intérêt, les statistiques relatives aux marchés financiers et les comptes financiers, les fonds communs de placement et la position extérieure en matière d'investissements. Ces points, ainsi que des questions techniques telles que les méthodes d'agrégation, seront abordés prochainement. En outre, si c'est à la Commission qu'il incombe de fournir les données requises pour l'application des critères de convergence, l'IME doit pour sa part s'y intéresser de près pour faire rapport à leur sujet, ainsi qu'il est tenu de le faire en vertu du traité ; des efforts accrus seront donc consacrés à l'examen des statistiques nécessaires pour l'évaluation du degré de convergence.

Bien que ses travaux en la matière doivent être centrés sur les besoins concrets de statistiques liés à la conduite d'une politique monétaire unique dans la phase 3 (et à la coordination des politiques monétaires dans la phase 2), l'IME accepte les normes statistiques internationales et européennes tout en cherchant à influencer sur leur évolution. De plus, il est conscient de l'importance des dépenses que la fourniture des statistiques représente pour les institutions déclarantes et il désire éviter, autant que possible, de leur imposer des charges supplémentaires. L'IME attache dès lors beaucoup d'importance à une étroite coopération, non seulement avec les autorités des pays membres en matière statistique, mais encore avec la Commission (EUROSTAT) et avec les organisations internationales compétentes. C'est ainsi qu'il fait partie du Comité européen des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements, qui groupe des représentants des banques centrales de l'Espace économique européen, des instituts de statistiques, de la Commission et de l'IME, et qu'il siège dans les autres comités et groupes de travail ou divers organismes internationaux intéressés.

2.4 Les systèmes de paiement

L'une des tâches principales de l'IME est de préparer la mise en place des conditions nécessaires pour que le SEBC puisse améliorer l'efficacité et la sûreté des services de paiement transfrontière à partir du début de la phase 3. A cet égard, le traité ne distingue pas entre les paiements de montant élevé et les paiements dits de masse. Jusqu'à présent, cependant, les travaux préparatoires ont été centrés sur les paiements de montant élevé, qui sont l'élément central des systèmes de paiement dans les économies modernes. Une moindre attention a été accordée aux paiements de masse (car les risques encourus sont plus faibles) et, jusqu'à présent, aux systèmes de règlement concernant les titres.

L'analyse des conséquences que peut avoir le passage à la phase 3 dans le domaine des systèmes de paiement avait été mise en route sous l'égide du Comité des gouverneurs, en 1992, et elle a été poursuivie par l'IME. En novembre 1994, l'IME a publié une note intitulée « Les intentions de l'IME en ce qui concerne les paiements transfrontière dans la phase 3 », qui a été communiquée, par le canal des banques centrales, aux communautés bancaires nationales.

A l'heure actuelle, les relations entre pays de l'Union en matière de paiements reposent principalement sur le système des « correspondants » des banques. Bien que ses inconvénients notoires sur le plan de la rapidité et du risque aient diminué (et puissent continuer de se réduire avec le progrès technologique et la surveillance attentive des risques), ce système à lui seul ne suffira pas à traiter dans l'avenir les paiements interbancaires de

montant élevé ou ceux qu'entraîneront les opérations effectuées par le SEBC pour la conduite de la politique monétaire.

Comme dans les systèmes nationaux actuels, il conviendra qu'on puisse effectuer les paiements de montant élevé en monnaie de banque centrale à l'intérieur de l'UEM, à l'aide de systèmes répondant à des normes très strictes de sécurité, de rapidité et d'efficacité. Conformément aux principes adoptés au niveau national, les paiements en question s'effectueront pour une large part, dans la phase 3, en montant brut et en temps réel, cela pour que soient réduits au minimum les risques pour les participants et pour le système de paiement dans son ensemble. Il faudra mettre sur pied un système conçu à l'échelle de l'UEM pour que les impulsions de la politique monétaire puissent être transmises rapidement et efficacement à tous les acteurs du marché monétaire unifié, qui couvrira tous les Etats membres faisant partie de l'UEM.

Il est manifeste que le temps et les ressources nécessaires à l'élaboration et à la mise en oeuvre d'un nouveau système, quel qu'il soit, sont tels que les travaux préparatoires doivent commencer plusieurs années à l'avance. L'IME et les banques centrales de l'Union vont devoir fournir au secteur privé les lignes directrices qui lui permettront de faire des choix et de prévoir ses investissements dans la période précédant le passage à la phase 3.

La mise au point d'un système à règlement brut en temps réel à l'échelle de l'UEM (RBTR) doit suivre trois principes de base découlant du traité sur l'Union européenne : efficacité, respect de l'économie de marché et décentralisation. Le nouveau dispositif qu'offrira le SEBC devra, en particulier, accroître l'efficacité sur le plan technique, réduire au minimum le risque systémique et, autant que possible, offrir le meilleur service au regard de son coût. Pour ce qui concerne le respect de l'économie de marché, les établissements de crédit ne seront pas obligés de participer au système de RBTR à l'échelle de l'UEM. Seules les opérations liées à la conduite de la politique monétaire devront être traitées par l'intermédiaire du système TARGET (en anglais : Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer, ou : système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel). Les autres systèmes seront maintenus pour les paiements de masse et peut-être même pour les gros règlements, à condition qu'ils offrent un degré de sécurité suffisant, qui ne soit pas sensiblement inférieur à celui du système RBTR européen. Enfin, en vertu du principe de décentralisation, le système futur sera conçu de telle sorte que les infrastructures et les comptes de règlement restent au niveau des banques centrales nationales.

En application de ces principes, les banques centrales de l'Union et l'IME ont adopté une stratégie fondée sur l'harmonisation minimale des systèmes nationaux et sur l'infrastructure commune nécessaires à la mise en place d'un nouveau dispositif de paiements pour la phase 3. Ce dispositif se composera d'un seul système RBTR dans chaque pays et d'un système d'« interconnexion » — ensemble d'infrastructures et de procédures à utiliser pour connecter les systèmes de RBTR pour le traitement des paiements transfrontière.

Les modalités de fonctionnement du système seront définies par l'IME, au cours de l'année 1995, en collaboration étroite avec les banques centrales de l'Union et les autres parties intéressées (comme les établissements de crédit).

2.5 La préparation des billets de banque européens

Dans la troisième phase de l'UEM, une monnaie unique sera émise par le SEBC, en particulier sous la forme de billets de banque qui remplaceront les billets nationaux existants. L'IME s'est vu confier spécifiquement la supervision de la préparation technique de ces nouveaux billets.

L'impression et l'émission de billets de banque constituent un processus de très longue durée, de sorte qu'il faut un temps considérable avant qu'une nouvelle série de billets soit prête à être mise dans le public pour se substituer à une ancienne. Le remplacement de tous les billets libellés en monnaie nationale par une série de vignettes libellées en une monnaie unique est une entreprise d'envergure beaucoup plus grande encore, du point de vue de l'étalement dans le temps et des problèmes à résoudre. A titre d'indication, il y avait, à fin 1994, 12 milliards de billets de banque en circulation dans les quinze Etats membres, plus un stock de 8 milliards de billets en réserve. En 1994, ce sont 8,5 milliards de nouveaux billets qui ont été imprimés pour les banques centrales de l'Union européenne.

Quelques questions relatives à la préparation des billets de banque européens ont déjà été réglées par l'IME, notamment le nombre de coupures différentes et leur valeur faciale, ainsi que la ligne de démarcation entre pièces de monnaie et billets de banque libellés en la monnaie unique. S'agissant, d'abord, de la frontière billets/pièces, l'accord s'est fait pour fixer à 2 écus la valeur de la pièce la plus élevée et à 5 écus celle de la plus petite coupure. Tel est également l'avis du Groupe de travail des Directeurs des monnaies, avec qui l'IME a coopéré étroitement. En second lieu, pour ce qui concerne la séquence des coupures, leur nombre et leur valeur faciale, l'hypothèse de travail retenue est la séquence 1-2-5, ce qui donne une gamme de sept billets s'étageant de 5 à 500 écus. Troisièmement, la gamme des options quant à l'aspect des billets de banque européens s'est finalement réduite à deux, à savoir un billet qui serait absolument le même dans tous les pays, ou bien des billets qui seraient identiques d'un côté, mais qui, sur l'autre face, comporteraient un petit signe national. Etant donné la longueur du délai de préparation en matière de fabrication des billets, le choix entre les deux solutions sera fait dans le courant de 1995.

Il est prévu de poursuivre les travaux relatifs aux problèmes que posent, sur le plan juridique, institutionnel et logistique, l'émission et le traitement ultérieur des billets. On s'intéresse aussi à la question du choix des thèmes dont devra s'inspirer la conception graphique d'une série de billets. A cet effet, l'IME a créé un comité consultatif composé d'historiens, de psychologues et d'experts dans la conception graphique.

Les spécifications techniques des billets de banque européens incluront les signes de sécurité les plus modernes, afin de dissuader les contrefacteurs et d'aider les différentes catégories d'usagers à déceler aisément les contrefaçons. Il y aura lieu d'étudier soigneusement l'intérêt spécifique de chacun de ces caractères, afin d'intégrer à la conception des vignettes ceux qui donneront aux billets de banque libellés en monnaie unique le maximum de sécurité.

Les travaux préparatoires se poursuivent également en ce qui concerne les aspects pratiques du lancement des nouveaux billets de banque européens. Plusieurs options sont en cours d'examen sous divers points de vue, comme l'époque à choisir pour ce lancement, la faisabilité technique, les coûts, les chances d'acceptation par le public et les considérations politiques. Dans ce domaine d'une importance cruciale pour la crédibilité et l'acceptabilité de la monnaie unique, l'IME tient à travailler en étroite collaboration avec les autres organes compétents.

2.6 La mise en place du SEBC

La création de la BCE et du SEBC requiert des travaux préparatoires considérables dans plusieurs domaines techniques et institutionnels. Les travaux ont déjà commencé en ce qui concerne l'harmonisation des méthodes comptables, en vue de l'établissement d'un bilan consolidé du SEBC à partir du début de la phase 3. De fait, l'harmonisation des règles et normes comptables conditionne impérativement la conduite d'une politique monétaire unique

et l'application des dispositions des statuts du SEBC relatives à la répartition du «revenu monétaire» des banques centrales nationales et aux transferts de réserves de change.

La première étape a été l'inventaire des méthodes comptables appliquées par les banques centrales de l'Union. A partir de là a pu être élaborée une méthodologie propre à l'IME. Celle-ci porte, entre autres, sur les principes d'évaluation des actifs et passifs et de détermination du revenu, l'élaboration d'un plan comptable, les règles de capitalisation et d'amortissement, sur les techniques comptables et les procédures de contrôle.

Les travaux portent maintenant sur la préparation de l'harmonisation des règles et normes comptables dans le SEBC. Pour définir un ensemble satisfaisant de principes comptables, il faut prendre en considération tout ce qu'exige, sur le double plan analytique et opérationnel, une conduite appropriée de la politique monétaire, tout en tenant compte de l'intérêt que présente pour toutes les banques centrales nationales un cadre comptable qui soit adaptable et transparent. On s'est préoccupé également des questions juridiques que posera l'application dans chaque pays membre des règles et normes comptables harmonisées qui auront été recommandées. Les travaux préparatoires sont en cours pour ce qui concerne la méthode de calcul du revenu monétaire, de manière à avoir un système équitable, contrôlable et transparent.

Le calendrier des travaux préparatoires laisse suffisamment de temps aux banques centrales nationales pour appliquer les recommandations adoptées par le Conseil de l'IME et notamment, s'il y a lieu, faire modifier la législation nationale à cet effet.

Les travaux préparant la mise en place du SEBC ont été engagés aussi pour les systèmes d'information et de communications devant relier la BCE et les banques centrales nationales. On a relevé un certain nombre de missions de la BCE et du SEBC pour l'exercice desquelles il est nécessaire de prévoir un système d'information et un système de communications.

Il faut d'abord que le SEBC dispose, pour mener toutes ses activités, d'une installation modulable et efficace de téléconférences. L'équipement actuel de l'IME ne peut suffire, étant donné surtout que sa capacité ne peut être accrue. En second lieu, les systèmes d'information doivent présenter les caractéristiques requises pour être le support des échanges d'informations non statistiques à l'intérieur du SEBC, comme ceux qui seront nécessaires pour permettre à la BCE de prendre les décisions relatives à l'orientation de son action et pour assurer une application efficace de la politique monétaire unique dans la phase 3. Ils doivent aussi pouvoir être le support des échanges d'informations statistiques, telles que: les données qui se rapportent aux opérations relevant de la politique monétaire ou de la politique de change, celles qui concernent les fonctions comptables ou l'émission des billets et les données financières et économiques nécessaires à la conduite de la politique monétaire commune. Troisièmement, il faut effectuer une analyse technique des possibilités de décentraliser l'exécution des opérations d'open market et des interventions sur les marchés de change ; les systèmes d'information destinés à la conduite de ces opérations devront être conçus en conséquence. Quatrième point, une architecture appropriée de systèmes d'information est nécessaire pour la gestion des réserves de change par la BCE et pour ses opérations sur les changes. Enfin, pour que, dans la phase 3, les paiements de montant élevé soient traités en toute sécurité et dans les meilleures conditions — en particulier ceux qui seront liés à l'application de la politique monétaire unique — il faudra mettre en place des systèmes d'information et de communication adéquats pour permettre le fonctionnement du système TARGET, qui doit être établi par interconnexion des systèmes RBTR nationaux.

A l'exception de l'étude relative au remplacement de l'installation de téléconférences, les travaux spécifiques de réalisation de tous les projets mentionnés ci-dessus ne pourront commencer qu'une fois déterminés les besoins fonctionnels des utilisateurs. Il est prévu que

cela sera fait par les sous-comités et groupes de travail concernés de l'IME aussi tôt que possible.

3. L'utilisation de l'écu et la surveillance du système de compensation et de règlement en écus

3.1 L'utilisation de l'écu privé en 1993 et 1994

L'utilisation de l'écu privé en 1993 et 1994 s'est fortement ressentie des changements intervenus dans le contexte économique, juridique et institutionnel. Les tensions apparues dans le MCE au premier semestre de 1993 ont fait planer l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change des monnaies composant le panier de l'écu, et donc de ceux de l'écu lui-même, dans l'avenir immédiat et à plus long terme. L'élargissement des marges de fluctuation du MCE, portées à $\pm 15\%$ le 2 août 1993, a rendu les marchés plus attentifs à ces risques. Toutefois, le retour progressif, par la suite, à une situation plus équilibrée sur les marchés et le fait que la plupart des monnaies sont revenues à l'intérieur de leurs anciennes limites ou à proximité de celles-ci ont contribué à stabiliser les anticipations des marchés.

Sur le plan juridique et institutionnel, la dissipation des incertitudes qui entouraient la ratification du traité sur l'Union européenne et l'entrée en vigueur de ce dernier, le 1er novembre 1993, ont ramené l'attention sur les perspectives de l'UEM. Conformément à l'article 109g du traité de Maastricht, la composition du panier de l'écu a été bloquée à compter de l'entrée en application de ce traité, la valeur future de l'écu devenant dès lors moins incertaine. En avril 1994, la Commission de l'Union européenne a approuvé trois documents de caractère normatif visant à rassurer les marchés quant au statut juridique, présent et futur, de l'écu dans les contrats, financiers et autres. Ces documents comprennent une proposition de réglementation du Conseil codifiant les textes en vigueur sur la composition par monnaies du panier de l'écu, proposition adoptée ultérieurement par le Conseil, une recommandation de la Commission concernant le régime juridique de l'écu et des contrats libellés en écu, et une note explicative de la Commission relative aux nouvelles clauses insérées dans ses prospectus d'émission d'obligations pour assurer la continuité, sur le plan juridique, entre l'écu-panier et la future monnaie unique.

Malgré cette avancée dans les domaines juridique et institutionnel, les incertitudes qui subsistaient et la mauvaise tenue des marchés obligataires dans le monde, pendant la majeure partie de l'année 1994, ont empêché le retour aux conditions plus favorables dont l'écu avait bénéficié avant la tempête ayant secoué le MCE. Dans l'ensemble, cependant, les marchés de l'écu ont montré un certain ressort face à la période difficile de tensions dans le MCE, au revirement d'opinion des marchés quant au calendrier effectif de l'institution de l'UEM et, dernièrement, au marasme général des marchés obligataires.

Après avoir diminué de 2,8 % de septembre 1992 à septembre 1993, le volume global estimé des marchés financiers de l'écu s'est de nouveau contracté (de 6,6 %) au cours de la période de douze mois écoulée jusqu'à septembre 1994. Par rapport à leur point culminant de septembre 1992, ces marchés se sont réduits de 9,2 %, tout en restant en croissance de 3,5 % par rapport à septembre 1991.

Tableau 11

Les marchés financiers de l'écu

(Encours en fin de période, en milliards d'écus)

	1991	1992	1993	1994			
	T3	T3	T3	T1	T2	T3	T4
Obligations	111,4	130,3	126,5	125,1	125,4	124,4	124,6
dont:							
- internationales	72,3	86,3	80,2	75,6	73,5	71,6	70,6
- nationales	39,1	44,0	46,3	49,5	51,9	52,8	54,0
Bons du Trésor (nationaux)	7,9	6,9	8,3	6,2	5,4	4,7	3,5
Eurobillets de trésorerie et eurobillets à moyen terme	9,5	8,6	6,5	6,1	6,1	6,4	6,7
Crédits bancaires (estimation) ^(a)	60,7	66,5	66,6	65,4	61,9	59,9	...
Total:	189,5	213,3	207,9	202,8	198,8	195,4	...
Doubles emplois (estimation) ^(b)	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	...
Volume total estimé du marché	169,5	193,3	187,9	182,8	178,8	175,4	...
Actifs des banques, dont:	175,7	198,0	196,0	188,2	182,4	176,4	...
- vis-à-vis des agents non bancaires ^(c)	46,1	61,6	61,0	59,0	55,4	54,6	...
Passifs des banques, dont:	180,9	200,7	191,9	186,3	180,3	173,1	...
- vis-à-vis des agents non bancaires ^(c)	28,7	34,9	30,9	28,4	27,5	26,9	...
Pour mémoire:							
Avoirs des banques centrales en écus privés	28,8	18,9	19,1	24,1	24,8	24,0	23,7
Volume d'activité sur titres en écus ^(d)	1143,7	1473,6	333,6	370,3	395,0	402,0	...
<i>en pourcentage du volume d'activité global, toutes monnaies de support confondues</i>	<i>16,0</i>	<i>13,3</i>	<i>6,1</i>	<i>5,5</i>	<i>6,6</i>	<i>6,9</i>	<i>...</i>

Source: BRI, Euroclear et Cedel.

(a) Crédits finals et crédits aux banques hors zone déclarante.

(b) Il y a chevauchement entre le marché des titres et celui des crédits bancaires du fait que les banques émettent et détiennent des titres libellés en écus. En l'absence de données complètes, l'importance de ce chevauchement ne peut être qu'estimée.

(c) Agents non bancaires identifiés seulement.

(d) Marchés primaire et secondaire. Obligations classiques sur l'euromarché et les marchés nationaux, obligations convertibles, billets à moyen terme à taux variable, certificats de dépôt, billets à court et moyen terme.

Dans le secteur bancaire, l'activité en matière de prêts ou d'emprunts en écus ne s'est pas encore remise du recul qu'elle avait accusé au second semestre de 1992. Après être resté stationnaire pendant les trois premiers trimestres de 1993, l'encours total d'actifs et de passifs bancaires internationaux libellés en écus a diminué (de 9,9 % et 9,7 % respectivement) pendant la période de douze mois écoulée jusqu'en septembre 1994. Les opérations entre banques sont restées prédominantes, puisqu'elles ont représenté près de 70 % de l'encours des actifs libellés en écus et près de 85 % des engagements de même dénomination. Avec l'expansion du volume des prêts et emprunts internationaux, la part de marché de l'écu est tombée à 2,7 %, contre 3,0 % à fin septembre 1992, et cela malgré une augmentation notable des avoirs des banques centrales en écus privés.

Le marché des obligations en écus a souffert, lui aussi, des remous ayant agité le MCE en 1992 et 1993. Toutefois, l'activité au stade primaire, qui s'était presque tarie dans les derniers mois de 1992 et au début de 1993, s'est redressée par la suite. Le courant d'émissions, alimenté dans un premier temps par les Etats membres de l'Union et par les institutions ayant vocation à développer les marchés de l'écu, et à y maintenir un degré de liquidité satisfaisant, s'est grossi dernièrement de la présence d'opérateurs du secteur privé. L'activité est restée néanmoins modeste au regard des niveaux atteints avant la crise du MCE. Les émissions en valeur brute ont été légèrement inférieures aux remboursements en 1993, si bien que l'encours total est demeuré stationnaire, un peu au-dessous du chiffre de fin septembre 1992. La liquidité du marché secondaire, qui s'était dégradée au second semestre de 1992, s'est améliorée un peu par la suite. Le nombre de teneurs de marché pour les transactions sur obligations en écus a diminué en raison de la faiblesse de l'activité : seuls quelques gros emprunts pouvaient être considérés comme vraiment liquides à la fin de 1994. Les investisseurs ont procédé à des arbitrages dans leurs avoirs en écus au profit de titres à échéance plus courte, ou bien ils ont carrément soldé leurs positions en écus pour se tourner vers d'autres marchés obligataires plus liquides, notamment ceux des emprunts libellés en deutschemarks, en francs français ou en dollars des Etats-Unis.

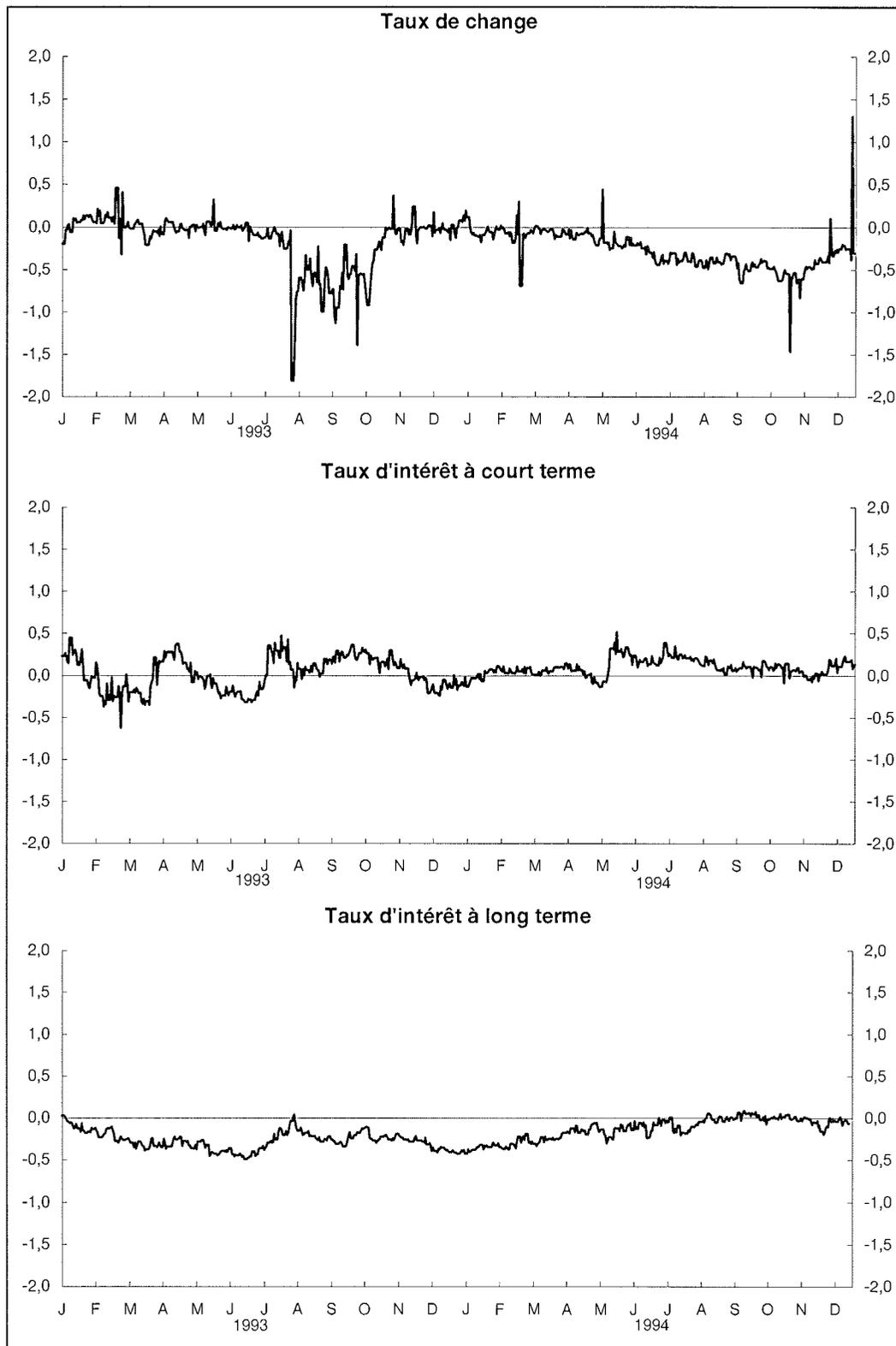
Sur l'euromarché, l'activité du compartiment, relativement étroit, du papier à court ou moyen terme libellé en écus est resté à peu près étale en valeur absolue tout au long de la période recensée, alors qu'elle était bien soutenue dans les autres monnaies ; la part de marché de ce compartiment a ainsi diminué. L'encours de bons du Trésor nationaux libellés en écus n'a pas varié au Royaume-Uni et il a baissé en Italie.

L'évolution des marchés de produits dérivés libellés en écus a reflété celle des marchés sous-jacents. Sur le MATIF, le volume global des opérations dans le compartiment des contrats à terme d'obligations en écus assorties de taux d'intérêt à long terme avait déjà marqué un repli au début de 1993 par rapport au sommet atteint en 1992, et il approchait de nouveau, au second trimestre de 1994, les niveaux observés avant la crise du MCE ; après quoi il s'est stabilisé. Sur le LIFFE, les contrats à terme sur taux d'intérêt à trois mois ont engendré un volume d'affaires exceptionnellement important dans les mois ayant précédé, et suivi, l'élargissement des marges de fluctuation du MCE. Par la suite, l'activité est retombée pour se stabiliser, cependant, au second semestre de 1994 autour de niveaux très supérieurs à ceux qui avaient été enregistrés avant les tensions sur le MCE.

A la différence de celles du second semestre de 1992, les tensions qui se sont exercées sur le MCE au premier semestre de 1993 n'ont pas entraîné l'apparition d'un écart significatif entre la valeur théorique de l'écu-panier et le taux de change de l'écu sur le marché, sauf dans les périodes ayant précédé et suivi l'élargissement des marges de fluctuation, où cet écart a atteint 150 points de base. Le retour progressif à plus de calme sur les marchés de change a contribué à resserrer très sensiblement les écarts vers la fin de 1993. A partir du second trimestre de 1994, ceux-ci se sont accrus de nouveau pour atteindre 50 points de base, niveau autour duquel ils se sont maintenus jusqu'à fin septembre. Au dernier trimestre de 1994, l'écart a été résorbé en partie ; le fait, mentionné plus haut, que les investisseurs se sont défaits de portefeuilles d'obligations en écus sur un marché assez peu liquide pourrait expliquer cette évolution.

Graphique 9

Ecart entre les taux de marché de l'écu et
les taux de l'écu-panier
(en points)



Source: données nationales.

Les écarts entre les taux d'intérêt du marché et les taux théoriques ont évolué à l'intérieur d'une marge relativement étroite en 1993 et 1994. Pour les échéances courtes (taux des euro-dépôts à trois mois) l'écart a été alternativement positif et négatif, ne dépassant pas 50 points. Pour les échéances plus longues, les variations de l'écart entre rendement sur le marché et rendement théorique ont suivi plus étroitement que dans le passé l'évolution simultanée de l'écart sur taux courts. Jusqu'au premier semestre de 1994, les taux du marché ont été légèrement inférieurs (de 10 à 50 points) aux rendements théoriques ; au second semestre, il n'y avait pratiquement plus de différence.

En ce qui concerne le statut juridique de l'écu, une enquête effectuée par l'ancien Comité des gouverneurs en novembre 1993, à la suite d'un large examen par la Commission de l'Union européenne des entraves à l'usage de l'écu que pouvaient constituer les réglementations en vigueur, a confirmé que, dans tous les Etats membres sauf deux, l'écu est considéré officiellement comme une monnaie étrangère. De plus, la suppression des dispositions en matière de change qui restreignaient les mouvements de capitaux a réduit la différence de traitement entre les monnaies étrangères, y compris l'écu, et les monnaies nationales.

Ces derniers temps, plusieurs initiatives ont été prises en vue d'améliorer l'information statistique relative à l'utilisation de l'écu dans les transactions non financières et comme monnaie de compte des flux financiers dans le budget de l'Union européenne, et aux opérations libellées en écus dans les statistiques de balance des paiements. C'est ainsi que, dans les derniers mois de 1994, la Commission a mené une enquête fondée sur l'analyse des opérations qui donnent lieu à des règlements traités par le Système de compensation et de règlement en écus. Les résultats donnés par l'échantillon font apparaître que le montant annuel total des opérations non financières en écus est de l'ordre de 88 milliards, soit approximativement 1 % du total des transactions réglées par le canal du Système de compensation et de règlement en écus.

3.2 Surveillance du Système de compensation et de règlement en écus

Le « Système de compensation et de règlement en écus », créé en février 1986, est devenu pleinement opérationnel en avril 1987. C'est un dispositif de caractère privé, conçu et mis au point pour remplacer le vieux système de compensation destiné à l'apurement des soldes en écus, qui faisait jouer des comptes de règlement mutuel libellés en monnaies du panier ; ce système avait été mis en place en 1982 par un petit groupe de banques commerciales très présentes sur le marché de l'écu. Le système actuel est le seul qui traite et règle les opérations en écus. Les banques « compensatrices » participantes traitent leurs propres ordres de paiement, mais aussi ceux qui sont exécutés pour le compte de leurs correspondants ayant chez elles des comptes en écus. Les banques compensatrices soldent leurs positions nettes multilatérales en faisant jouer des comptes gérés par la Banque des règlements internationaux.

En 1994, 45 banques compensatrices participaient au système, lequel a traité quelque 6 000 opérations par jour pour un volume total moyen de 50 milliards d'écus. Le Système de compensation et de règlement en écus est le troisième en importance des systèmes automatisés à règlement net existant dans l'Union européenne, après EAF en Allemagne et CHAPS au Royaume-Uni.

La surveillance du Système de compensation et de règlement en écus a commencé en 1992 dans le cadre du Comité des gouverneurs. En janvier 1994, cette activité a été reprise par l'IME comme entrant dans les missions à lui assignées par le traité. Il s'agit essentiellement de donner aux banques centrales de l'Union européenne l'assurance que a) les opérations de compensation n'engendrent pas de risques systémiques inacceptables,

ni pour le marché de l'écu, ni pour les marchés intérieurs des pays de l'Union européenne et que b) les risques courus par les banques du fait de leur participation au système restent maîtrisés.

Dans ce cadre, l'IME veille à ce que l'Association bancaire pour l'écu (ABE), qui gère le système, agisse de manière à réduire sensiblement les risques systémiques latents. Cette approche est en phase avec les politiques de limitation des risques qui sont suivies par les banques centrales de l'Union européenne dans leurs propres pays. Grâce à des contacts réguliers avec le Secrétariat de l'ABE, l'IME reçoit à intervalles réguliers des informations relatives au fonctionnement du système de compensation et tient les banques centrales de l'Union informées de ses constatations. Des conversations directes entre les banques compensatrices et les banques centrales dont elles dépendent complètent l'action de l'IME.

Au fil du temps s'est développé un dialogue nourri avec l'ABE, qui a débouché sur une série de mesures visant à assurer un meilleur respect des normes de sécurité fixées par le Rapport sur les dispositifs de compensation interbancaire publié en 1990. La première mesure, mise en application en 1993, est le plafonnement des positions multilatérales nettes que les participants sont autorisés à présenter à la fin de chaque journée. Son but est d'inciter les banques à mieux gérer leurs flux de paiements, afin de réduire les risques qu'elles courent et ceux qu'elles font courir aux autres participants. La fixation de ces plafonds a permis la conclusion d'un accord de contribution à la liquidité et de partage des pertes, conçu de manière à assurer l'apurement en fin de journée des soldes dégagés par la compensation, même dans le cas où la banque la plus fortement débitrice ne pourrait s'acquitter de ses obligations à ce moment-là.

Le dispositif actuel ne prévoit de sanctions financières qu'en cas de dépassement des plafonds, mais il n'empêche pas le système d'accepter un paiement qui amènerait une banque compensatrice à excéder ses limites. Aussi l'ABE a-t-elle reconnu la nécessité d'instaurer un plafonnement des positions intrajournalières, qui sera mis en vigueur en juin 1996 avec application permanente durant la journée. En outre, bien que les installations techniques requises à cet effet ne doivent pas être entièrement disponibles avant juin 1996, les moyens nécessaires à la surveillance des positions intrajournalières seront en place plus tôt, ce qui devrait permettre la conclusion entre les banques compensatrices d'un engagement volontaire préalable de ne pas dépasser les limites fixées. Outre ces mesures, le Conseil de l'IME a aussi attiré l'attention de l'ABE sur la nécessité d'assortir le système de règlement d'une formule de nantissement et de donner à la compensation des assises juridiques plus sûres au moyen d'arrangements contractuels.

Ultérieurement, le Système de compensation et de règlement en écus pourrait continuer de fonctionner dans la phase 3 comme un système privé à règlement net, parallèle aux autres systèmes et en concurrence avec eux, à condition qu'il satisfasse à des normes de sécurité acceptables.

4. La coopération entre les banques centrales

4.1 Les systèmes de paiement

La coopération entre les banques centrales nationales dans le domaine des systèmes de paiement a été centrée sur trois grandes questions : a) la surveillance partagée de ces systèmes, b) la définition de normes minimales communes pour les systèmes de paiement nationaux et c) les cartes prépayées.

La surveillance partagée des systèmes de paiement

Les banques centrales des pays membres surveillent l'évolution de leurs marchés interbancaires intérieurs et des systèmes de paiement et de règlement sur lesquels s'appuient ces marchés. Cette mission découle directement de leur fonction première de source de monnaie centrale, laquelle constitue l'ultime moyen de paiement dans l'économie. Cette surveillance vise essentiellement à assurer le bon fonctionnement des systèmes de paiement et à mettre le système financier à l'abri des « effets dominos » susceptibles de se produire, quand un ou plusieurs participants à ces systèmes viennent à connaître des problèmes de crédit ou de liquidité. A la différence du contrôle des banques, la surveillance des systèmes de paiement vise un mécanisme donné (par exemple, un système de transfert de fonds) et non pas les participants considérés individuellement.

Les principes de la surveillance partagée des participants externes aux systèmes de paiement intérieurs ont été fixés par les banques centrales de l'Union, pour apporter une solution aux problèmes ardues posés par l'application de la Seconde directive de coordination bancaire (2 DCB) adoptée par le Conseil des Communautés européennes en 1988. Cette directive a posé pour règle que la surveillance des succursales des établissements de crédit agréés dans un autre pays de l'Union européenne devait incomber en premier lieu aux autorités du « pays d'origine » (c'est-à-dire l'Etat membre où ledit établissement a été juridiquement constitué comme société), alors qu'une compétence limitée devait être laissée aux autorités du « pays d'accueil » (c'est-à-dire l'Etat membre où est situé le système de paiement). A fin novembre 1994, 162 succursales d'établissements de crédit étrangers participaient directement aux autres systèmes de gros transferts de fonds existant dans l'Union européenne, dont 107 succursales de banques des autres pays de l'Union et 55 succursales de banques hors Union européenne. Sans la surveillance partagée, les banques centrales « d'accueil » auraient pu manquer des informations nécessaires au suivi du système de paiement de leur pays, informations qu'elles obtenaient auparavant grâce à la surveillance directe de ces succursales de banques étrangères.

Le dispositif de coopération entre les diverses autorités a été mis en place en 1993 dans le cadre du Comité des gouverneurs. Il s'agit d'un ensemble d'accords régissant l'échange d'informations entre les banques centrales et autres organismes de contrôle des banques, dans les limites qu'impose le respect du secret bancaire par les autorités de tutelle. Il a été décidé que, dans les conditions normales, les échanges d'information transfrontière ne se feraient qu'entre banques centrales ou organismes de contrôle des banques et qu'un « observatoire » des systèmes de paiement dans l'Union européenne serait institué à l'IME.

Cet observatoire, qui a été créé en septembre 1994, collecte et diffuse les informations peu confidentielles et tient à jour les fichiers concernant : les règles de fonctionnement des systèmes interbancaires de transfert de fonds des pays membres ; la liste des hauts fonctionnaires des banques centrales de l'Union européenne qui peuvent être joints au cas où des problèmes viendraient à se poser dans le domaine des systèmes de paiement, cela pour faciliter la communication entre les banques centrales, particulièrement en cas de situation de crise ; enfin, la liste des participants externes (et, le cas échéant, des participants « à distance ») aux systèmes de transfert de fonds entre banques de l'Union européenne.

Définition des normes minimales des systèmes de paiement dans l'Union européenne

Une analyse comparative des systèmes de paiement dans l'Union européenne a été menée par le Comité des gouverneurs en 1992 ; elle a fait l'objet d'un rapport, publié en septembre 1992, sous le titre « Les systèmes de paiement dans les Etats membres de la CEE » et appelé aussi « Livre bleu » (dont une nouvelle édition paraîtra en 1996). Ce rapport a révélé l'existence de différences sensibles entre les pays de l'Union en ce qui concerne les

systèmes de transfert de fonds d'un montant élevé, notamment sur le plan des conditions d'accès, des mesures prises pour maîtriser les risques, des aspects juridiques et techniques, des politiques de tarification et des heures d'ouverture du système.

Les différences existant entre les systèmes interbancaires nationaux risquent de nuire à la bonne exécution des paiements transfrontière et de fausser la concurrence. Elles peuvent aussi compromettre l'intégrité et la stabilité du dispositif couvrant les paiements intérieurs et les paiements transfrontière, puisque l'intégrité du système dans son ensemble dépend de l'état de son élément le plus faible. Enfin, les différences sont susceptibles de créer des possibilités d'« arbitrage » entre les différentes réglementations, qui inciteraient les participants à effectuer leurs paiements par la voie de systèmes moins coûteux, mais éventuellement moins protégés. Les effets de ces distorsions pourraient être encore amplifiés dans une zone monétaire unifiée. Pour prévenir ces risques, il est nécessaire que les systèmes de transfert de fonds entre banques respectent tous certaines normes minimales communes dont dépendent l'intégrité et la sécurité des systèmes dans leur ensemble. Les objectifs des banques centrales de l'Union européenne dans ce domaine sont décrits dans le rapport publié en novembre 1993 par le Comité des gouverneurs, sous le titre « Normes minimales pour les systèmes de paiement nationaux ». On y trouve énoncés dix principes applicables à l'harmonisation des systèmes nationaux, qui concernent l'accès, la maîtrise des risques et les aspects juridiques, techniques et opérationnels.

La plus importante ligne d'action pour réduire au minimum le risque systémique inhérent aux circuits de paiement interbancaires porte sur la mise en place, dans tous les pays membres, d'un système à règlement brut en temps réel (RBTR) pour les paiements de montant élevé. Avec ce type de système, il est possible d'éliminer les risques découlant du délai qui existe, dans les systèmes à règlement net, entre le transfert du message de paiement et le règlement. Le système en question offre un autre avantage important, celui de permettre non seulement le règlement final des obligations nées des opérations acheminées par d'autres systèmes de compensation, mais aussi l'application de diverses formules de « règlement livraison » sur les marchés de valeurs mobilières et les marchés de change. En outre, les systèmes nationaux à règlement brut en temps réel seront liés entre eux de manière à constituer, dans la phase 3, un système RBTR couvrant toute l'Union européenne.

La deuxième idée directrice est de faire en sorte que les systèmes à règlement net des paiements de montant élevé, dans lesquels les soldes sont apurés sur les comptes à la banque centrale, puissent continuer de fonctionner en parallèle avec les systèmes à règlement brut en temps réel, à condition que les règlements s'effectuent le jour même et répondent entièrement aux normes de sécurité décrites dans le Rapport sur les systèmes de compensation interbancaire, qui a été publié en 1990 par la Banque des règlements internationaux.

La troisième ligne d'action est axée sur la nécessité de fixer des normes pour le contrôle de l'accès aux systèmes de paiement. L'accès aux systèmes de transfert de fonds entre banques devrait être strictement réservé aux établissements de crédit soumis à surveillance, tels qu'ils sont définis dans la Seconde directive de coordination bancaire, à certaines entités publiques et à certaines institutions financières faisant l'objet d'une surveillance suffisante ; cela parce que ces diverses institutions sont seules capables de satisfaire aux normes appropriées en matière de solidité financière, de compétence dans la gestion et de capacité à fournir des liquidités dans un très court laps de temps. Il ne doit pas y avoir dans ce domaine de discrimination entre les établissements de crédit ayant leur siège dans le pays et ceux qui sont agréés dans d'autres pays de l'Union européenne. En outre, un document public devrait formuler clairement les exigences à respecter pour avoir accès aux systèmes et définir les procédures à suivre pour exclure un participant du système ou suspendre sa participation. Le rapport mentionné ci-dessus traite enfin des principes concernant le fondement juridique des systèmes de paiement nationaux, la nécessité d'avoir

des normes bancaires compatibles et des canaux de communication bien conçus entre les systèmes nationaux, les politiques des banques centrales en matière de tarification et les heures de fonctionnement des systèmes les plus importants existant dans l'Union européenne.

Avec le concours des banques centrales, l'IME a procédé à un examen général des principales caractéristiques des systèmes de transfert de fonds entre banques existant dans l'Union au regard des principes définis dans le rapport de septembre 1993. Les conclusions essentielles de ce travail figurent dans un rapport sur « L'évolution des systèmes de paiement dans l'Union européenne en 1994 », qui constitue la suite donnée au rapport de 1993 et qui a été adressé à la profession bancaire en février 1995.

Le rapport confirme que, parmi les travaux en cours dans le domaine des systèmes de paiement, les plus importants sont la conception et la mise en place de systèmes RBTR dans tous les pays de l'Union européenne. Bien que des systèmes de ce genre ne fonctionnent que dans six pays et que la grande majorité des paiements de montant élevé soient effectués par le canal de systèmes à règlement net, on envisage maintenant que, d'ici à fin 1996, tous les pays de l'Union européenne, sauf deux, disposeront d'un système à règlement brut en temps réel pour les paiements de montant élevé. On s'attend qu'à cette date, dans neuf pays, la totalité des gros paiements soit traitée par des systèmes RBTR. Il convient donc que la coopération entre établissements de crédit et banques centrales se poursuive, afin d'éviter des retards dans la mise en place de ces systèmes, notamment en considération de la réalisation du système TARGET dans la phase 3.

Des dispositifs de prévention des risques ont été introduits dans certains systèmes à règlement net. Dans plusieurs pays, ces derniers disparaîtront probablement, au moins pour les gros transferts, quand les systèmes à règlement brut en temps réel seront pleinement opérationnels. De plus, on a envisagé de nouveaux domaines d'action pour l'IME et les banques centrales de l'Union européenne. En premier lieu, les conditions auxquelles les établissements de crédit qui ne sont pas matériellement présents dans un pays membre peuvent devenir des participants directs dans le système de paiement de ce pays (c'est la question de l'« accès à distance ») doivent faire l'objet d'une étude plus poussée. En second lieu, on poursuivra l'étude des dispositions à prendre pour que les systèmes de paiement nationaux aient un fondement juridique solide et contraignant. Les travaux en cours dans ce domaine visent à éliminer, d'ici à 1996, les éléments d'incertitude qui existent actuellement dans les diverses législations nationales et les incompatibilités entre elles.

On s'intéressera enfin de plus près aux questions relatives aux « paiements de masse », conformément aux dispositions du traité de Maastricht qui chargent l'IME d'« encourager l'efficacité des paiements transfrontière » en prévision de la phase 3. L'IME incitera en particulier les banques à éviter la prolifération de normes non compatibles.

Les cartes prépayées

La carte multi-usages prépayée (ou « porte-monnaie électronique ») est une carte plastique qui contient un pouvoir d'achat effectif pour lequel l'utilisateur a payé à l'avance. Les cartes qui ne peuvent servir qu'à un seul usage (comme les cartes téléphoniques) ou que pour une gamme limitée de services (dans les locaux d'une entreprise, par exemple) ne sont pas considérées comme entrant dans cette catégorie. Bien qu'on soit seulement aux premiers stades de l'évolution en matière de porte-monnaie électronique, il est tout à fait possible qu'on voie ce genre de cartes proliférer dans l'avenir. En particulier, si elles devaient être utilisées dans un grand nombre de points de vente, elles viendraient concurrencer directement non seulement les autres moyens de paiement scripturaux, mais encore les billets de banque et pièces de monnaie émis par les banques centrales ou autres autorités monétaires.

Les cartes prépayées étant susceptibles d'être finalement acceptées par un large public, le sujet a été étudié par l'IME et les banques centrales de l'Union européenne. Un rapport sur les cartes prépayées a été adressé, en mai 1994, à la profession bancaire et aux autres institutions intéressées. L'analyse qui y était faite répondait à un double objectif : a) vérifier que l'introduction de ce nouveau moyen de paiement n'aurait pas un effet défavorable sur la confiance du public dans le système de paiement et les moyens de paiement et b) apprécier les conséquences pratiques que le développement éventuel des cartes prépayées aurait sur les activités des banques centrales.

La conclusion la plus importante de cette étude est que la faculté d'émettre des porte-monnaie électroniques devrait être réservée aux établissements de crédit, cela pour a) protéger les usagers de la défaillance éventuelle des organismes émetteurs, b) sauvegarder l'intégrité des systèmes de paiements de masse, c) faciliter la conduite de la politique monétaire et d) assurer une saine concurrence entre organismes émetteurs.

Dans le cas des systèmes de cartes prépayées qui étaient déjà en service avant mai 1994, la banque centrale concernée pourrait accepter que les émetteurs de « porte-monnaie électroniques » ne soient pas des établissements de crédit au sens plein du terme, à la triple condition que l'instrument ne soit utilisable que dans le pays d'émission, que les organismes émetteurs soient assujettis à une réglementation appropriée, notamment en ce qui concerne les normes de liquidité, et enfin qu'ils soient surveillés par l'autorité nationale chargée du contrôle des établissements de crédit.

Sous l'égide de l'IME, les banques centrales de l'Union poursuivront les échanges d'informations sur tout système important de cartes prépayées et surveilleront l'évolution de ce nouveau moyen de paiement.

4.2. Le contrôle des banques

Aux termes des statuts, l'une des principales missions de l'IME est de « procéder à des consultations sur des questions qui relèvent de la compétence des banques centrales nationales et affectent la stabilité des institutions et marchés financiers ». Si l'exercice du contrôle prudentiel reste de la compétence des autorités nationales, il incombe à l'IME de favoriser la coopération sur les questions de caractère prudentiel, au niveau global, qui mettent en jeu la stabilité des institutions et marchés financiers. A cet effet, l'IME est aidé par le Sous-comité de surveillance bancaire, qui est composé de représentants des banques centrales et des organismes de tutelle spécialisés. En 1993-1994, les consultations entre autorités nationales de contrôle des banques ont concerné un certain nombre de questions et notamment : a) l'application de la Seconde directive de coordination bancaire, b) la gestion des crises, c) l'insolvabilité, d) la fragilité financière, e) les centrales de risques.

La Seconde directive de coordination bancaire

Le 1er janvier 1993, la Seconde directive de coordination bancaire est entrée en application, ce qui a marqué l'avènement du marché unique pour le secteur bancaire. Elle donne aux établissements de crédit ayant leur siège dans l'Union européenne la faculté d'offrir des services financiers dans toute l'Union, par l'ouverture de succursales et par des opérations au-delà des frontières nationales. Dans ce nouveau contexte, l'exercice de la surveillance est fondé sur le principe du « contrôle par le pays d'origine », en vertu duquel la responsabilité du contrôle incombe au premier chef aux autorités de l'Etat membre où l'établissement de crédit a obtenu un agrément. Ce principe s'applique aussi aux établissements de crédit ayant été agréés dans les pays qui sont parties à l'Accord sur

L'Espace économique européen (excepté dans les cas où il existe des dispositions différentes en matière de réciprocité vis-à-vis des pays tiers).

L'application de ce principe requiert une étroite coopération entre les autorités de tutelle du pays d'origine et celles du pays d'accueil. A cette fin ont été signées des conventions bilatérales (sous forme de protocoles d'accord) entre les autorités de tutelle des Etats membres. Les consultations entre ces dernières ont été consacrées tout particulièrement à l'analyse de plusieurs aspects stratégiques de l'application concrète de la Directive qui se sont révélés au cours de la mise au point des protocoles d'accord.

La gestion des crises

Avec l'entrée en vigueur de la Seconde directive et les difficultés rencontrées par certaines banques internationales, l'attention s'est portée sur les questions relatives à l'origine des crises bancaires et à la manière de les gérer, cela sous l'angle de la surveillance des établissements de crédit de l'Union européenne. Les échanges de vues ont été centrés en particulier sur la nécessité du partage de l'information entre organismes de tutelle et de la coordination de leur action en cas d'apparition d'une situation de crise, car les protocoles d'accord traitent des échanges d'informations courants plus que de la coopération dans la gestion des crises bancaires.

Bien que chacune de ces crises ait ses caractéristiques propres et doive être traitée en fonction des circonstances particulières, il a paru utile d'énoncer un ensemble de principes destiné à aider les autorités de tutelle qui voient naître une crise impliquant une banque présente dans plusieurs pays de l'Union européenne. L'un des grands principes est que l'autorité du pays d'origine doit jouer le rôle de coordinateur (« contrôleur chef de file ») des flux d'information et de toute initiative des organismes de contrôle. Pour être pleinement efficace, l'application de ces principes doit tenir compte de l'action des organismes de contrôle hors Union européenne, dans les cas où il s'agit d'établissements de crédit exerçant une activité en dehors de l'Union.

Dans ce contexte de la gestion des crises bancaires, on a analysé les liens entre les actions relevant du contrôle des banques et la fonction de « prêteur en dernier ressort », en vue de présenter une étude descriptive de la situation actuelle à cet égard dans les pays membres.

Les problèmes d'insolvabilité

Les débats ont porté également sur les questions relatives à la manière de procéder en bon ordre à la liquidation d'une banque présente dans plusieurs pays de l'Union européenne. Il a été reconnu que les différences existant entre les Etats membres, en ce qui concerne le système judiciaire et les procédures de faillite, pouvaient compliquer la coordination de l'action menée par les organismes de tutelle.

Il y a d'abord la question de la compatibilité entre, d'une part, le principe suivant lequel la charge du contrôle prudentiel des succursales repose principalement sur l'autorité du pays d'origine et, d'autre part, la procédure de faillite, qui reste régie par la législation nationale. En particulier, les organismes de tutelle des pays de l'Union européenne, en tant qu'autorités du pays d'accueil, n'ont pas tous les mêmes possibilités d'engager une action à l'encontre d'une

succursale de banque étrangère ; cela pourrait faire obstacle à la coordination de leur activité avec celle des autorités d'autres pays membres. En second lieu, la procédure de faillite engagée à l'encontre d'une banque dans le pays d'origine peut ne pas être reconnue dans le ressort d'autres juridictions où cette banque exerce une activité par l'intermédiaire de succursales. Troisième point, la diversité des régimes de liquidation en vigueur, qui se traduit par un traitement différent des actifs (selon qu'on les attribue à une entité unique ou à des entités distinctes), peut aboutir à une discrimination entre les déposants des différents pays membres.

Ces questions ont été soumises en leur temps au Conseil des communautés européennes par le Président du Comité des gouverneurs, qui a insisté pour que soient poursuivis de manière prioritaire les travaux relatifs à la proposition de Directive sur les liquidations, l'objectif étant d'harmoniser dans l'Union européenne les dispositions à appliquer en cas d'insolvabilité d'un établissement de crédit. Etant donné que la procédure de faillite peut faire intervenir des pays extérieurs à l'Union, on a tenu compte également des travaux effectués parallèlement dans ce domaine par le Comité de Bâle sur la surveillance bancaire.

La fragilité financière

La fragilité financière des établissements de crédit (c'est-à-dire l'existence de tensions, effectives ou prévisibles, qui pourraient saper la solidité financière d'un établissement) est au coeur même de la fonction de surveillance. Les difficultés éprouvées par un seul établissement sont susceptibles d'affecter d'autres banques, suivant un processus qui risque de menacer le système bancaire dans son entier (risque systémique). Dans le cadre de ses consultations, l'IME a mené une enquête sur la manière dont la fragilité financière se manifeste dans le système bancaire et sur les effets corrélatifs. L'une des principales conclusions qui se dégagent de cette analyse est que le degré de fragilité au sein du système bancaire a peut-être augmenté sensiblement au cours des quelques dernières années. L'attention s'est portée tout particulièrement sur le fait que le risque de crédit reste le principal type de risque auquel les établissements de crédit sont exposés et qu'il a été pour eux la principale source de pertes.

Opérant dans un environnement en pleine évolution, les établissements de crédit sont soumis à la pression croissante de la concurrence, non seulement à l'intérieur du système bancaire, mais aussi, dans une certaine mesure, de la part des institutions financières non bancaires. L'activité classique de distribution du crédit s'exerce dans un contexte plus concurrentiel, ce qui peut, à long terme, entraîner une diminution de la rentabilité des établissements. De plus, la pression de la concurrence, jointe au progrès technologique, les incite à s'éloigner de leur métier traditionnel de banquier pour chercher des sources de profit dans de nouveaux domaines d'activité (valeurs mobilières, produits dérivés, instruments non financiers, etc.) dans lesquels ils se trouvent exposés à toute une série de risques potentiels.

L'évolution rapide du système financier complique encore l'exercice du contrôle des banques, en obligeant les autorités à déterminer si la politique suivie par les établissements de crédit est bien celle qui convient, compte tenu de leurs ressources en gestionnaires qualifiés et des conditions générales du marché. A cet égard, l'enquête mentionnée ci-dessus a mis en évidence certains sujets de préoccupation pour les autorités à partir de l'analyse des réactions des banques aux tendances des marchés.

A la lumière des résultats de l'enquête, il a été décidé de pousser plus loin les travaux dans ce domaine, en s'intéressant particulièrement aux changements qui se sont produits ces dernières années dans la manière dont les banques gèrent le risque de crédit, sous l'angle notamment de la sélection des risques, de la tarification des opérations et de la surveillance des crédits. Ultérieurement, l'attention se portera sur les signes avant-coureurs d'une situation de fragilité financière et sur les facteurs qui pourraient affecter la capacité des banques, à long terme, de soutenir la concurrence.

Les centrales de risques

Les débats ont porté encore sur l'analyse des caractéristiques et des fonctions des centrales de risques dans les pays membres et sur l'incidence de la Seconde directive de coordination bancaire sur leur utilité potentielle.

En 1994, on a mené durant six mois, avec les centrales de risques de cinq pays (l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, la France et l'Italie), une expérience d'échanges de données sur les bénéficiaires d'emprunts aux fins de surveillance des risques. L'expérience s'est révélée être un succès, de sorte qu'il a été décidé de donner aux échanges d'informations un caractère permanent, étant entendu qu'ils seront étendus aux deux autres pays de l'Union européenne qui ont mis en place des centrales de risques (l'Autriche et le Portugal) dès qu'un certain nombre de problèmes juridiques auront été réglés.

Pour permettre aux pays membres qui n'ont pas de centrale des risques d'évaluer l'utilité d'un instrument de ce genre, ces pays seront autorisés, à titre d'essai, à avoir accès — gracieusement, pour une période limitée de six mois et seulement pour la surveillance des risques — aux données contenues dans les fichiers ; en retour, ils devront fournir des chiffres sur les gros risques si cela leur est demandé par leurs partenaires.

La plupart des centrales de risques sont conçues pour communiquer des données aux banques déclarantes, puisque cela est censé constituer une partie intégrante du processus de surveillance. L'information contenue dans les fichiers peut effectivement être utilisée par les banques pour améliorer leurs méthodes de gestion des risques. C'est pourquoi on étudie actuellement, en vue de trouver des solutions, les problèmes techniques et juridiques qui empêchent les banques déclarantes d'avoir accès aux fichiers d'autres pays.

5. Les autres missions

5.1 Les missions opérationnelles (SME/FECOM)

En application de l'article 109f (2) du traité, l'IME a pris en charge, à compter du 1er janvier 1994, les fonctions exercées antérieurement par le Fonds européen de coopération monétaire (FECOM). Ces fonctions consistent à administrer les mécanismes du Système monétaire européen (SME) — c'est-à-dire le le financement à très court terme, le soutien monétaire à court terme et la création d'écus aux fins d'application de l'accord sur le SME — ainsi que les opérations d'emprunt et de prêt effectuées par la Communauté au titre du soutien financier à moyen terme.

Conformément à l'article 1.3 des statuts de l'IME, tous les actifs et passifs du FECOM ont été automatiquement transférés à l'IME à compter du 1er janvier 1994. Toutefois, les tâches administratives liées aux fonctions opérationnelles de l'IME ont été effectuées jusqu'à présent par la BRI, en vertu d'un accord passé avec cette dernière. A partir de mai 1995, elles seront entièrement assumées par l'IME.

Les mécanismes du SME

L'IME effectue les opérations liées à la création, à l'utilisation et à la rémunération des écus officiels. Il s'agit en particulier des swaps avec les banques centrales participant au mécanisme de change européen (MCE), ou des versements volontaires d'actifs de réserve contre écus officiels. Ces « échanges » se traduisent par une émission d'écus officiels au profit des banques centrales participantes contre le versement de 20 % de leurs avoirs en or et de leurs réserves brutes en dollars. Ces opérations sont renouvelées tous les trois mois, ce qui permet de procéder aux ajustements nécessaires pour que l'apport de chaque banque centrale continue de représenter au moins 20 % de ses avoirs de réserve en or et en dollars à la fin du mois précédant la date de renouvellement et, en second lieu, pour tenir compte des variations du prix de l'or et du taux de change du dollar contre écu. Les résultats de ces opérations figurent dans les Comptes annuels, qu'on trouvera dans le présent Rapport.

Le montant des écus officiels émis par l'IME au titre de la dernière opération trimestrielle de swaps effectuée dans la période de référence, qui a eu lieu le 11 octobre 1994, a atteint 56,6 milliards d'écus. Par rapport à fin 1993, le stock d'écus créés par voie de swaps a augmenté de plus de 3 milliards. Cette progression tient essentiellement à l'accroissement des avoirs en dollars des banques centrales ayant fait des versements et à la hausse du prix de l'or, alors que la baisse du taux de change du dollar contre écu a joué en sens contraire.

Etant donné leur statut de « tiers détenteurs » d'écus, la Banque nationale d'Autriche et la Banque nationale suisse ont acquis des écus par voie d'opérations de swap avec certaines banques centrales de l'Union européenne ; à fin 1994, le montant des avoirs en écus officiels de ces deux banques centrales était de 60 et 63,5 millions respectivement.

A la suite de l'entrée de l'Autriche, de la Finlande et de la Suède dans l'Union européenne, le 1er janvier 1995, la Banque nationale d'Autriche, la Banque de Finlande et la Banque de Suède sont devenues parties à l'accord du 13 mars 1979, ayant fixé les modalités de fonctionnement du Système monétaire européen (SME), et à l'accord du 9 février 1970,

ayant institué le dispositif de soutien monétaire à court terme. La Banque nationale d'Autriche est devenue membre du MCE, le 9 janvier 1995, ce qui a entraîné sa participation au mécanisme des swaps en écus à compter de cette date ; son statut de « tiers détenteur » a donc pris fin. Si la Banque de Finlande et la Banque de Suède ont décidé de ne pas participer pour le moment au MCE, elles ont exprimé leur intention de faire des versements volontaires d'or et de dollars contre écus à l'IME. La Banque de Finlande a effectué son versement volontaire initial à l'occasion du renouvellement trimestriel des swaps, le 11 janvier 1995.

Outre la création d'écus officiels, l'IME intervient dans l'utilisation des avoirs en écus des banques centrales participantes. Cela englobe : les transferts entre les comptes de réserves en écus officiels des banques centrales, notamment pour l'apurement des dettes et créances nées des interventions financées par mise en jeu du mécanisme de financement à très court terme ; les transactions entre banques centrales participant au SME qui sont effectuées volontairement ; le paiement des intérêts servis sur les positions nettes en écus des banques centrales ; les opérations effectuées au titre du mécanisme de mobilisation des avoirs en écus. Ce dernier n'a d'ailleurs pas été mis en oeuvre depuis 1986.

L'IME tient la comptabilité — en écus — des dettes et créances à son égard des banques centrales participant au MCE, nées des interventions effectuées par ces banques centrales en monnaies des autres pays membres et financées par la voie du mécanisme de financement à très court terme. Il comptabilise aussi le règlement des soldes à ce titre. Le financement à très court terme n'a pas été utilisé en 1994. A la suite d'un remboursement anticipé effectué par la Banque de France, tous les comptes débiteurs ou créditeurs restants ont été clos en janvier 1994.

L'IME comptabilise les opérations effectuées dans le cadre du mécanisme de soutien monétaire à court terme, qui a été créé pour permettre à une banque centrale participante de solliciter, le cas échéant, un concours financier de courte durée en cas de déficit temporaire de balance des paiements, dû lui-même à des difficultés imprévues ou à un déphasage conjoncturel. Mais, cette facilité n'a pas été utilisée depuis 1974.

Les prêts communautaires

En vertu de l'article 10 du Règlement du Conseil (CEE) n° 1969/88 du 24 juin 1988, l'IME administre les opérations d'emprunt et de prêt effectuées par la Communauté au titre du soutien financier à moyen terme. Ce mécanisme prévoit l'octroi de prêts aux Etats membres qui connaissent, ou sont sérieusement menacés de connaître, des difficultés de balance des paiements (au titre des opérations courantes ou des mouvements de capitaux). L'IME effectue les paiements découlant de ces opérations d'emprunt ou de prêt. Il vérifie les échéances fixées dans les contrats correspondants pour le versement des intérêts et le remboursement du principal, et il fait rapport à la Commission sur les opérations effectuées pour le compte de l'Union.

En 1994, l'IME a continué de recevoir des fonds des emprunteurs — la Grèce et l'Italie — et de verser aux créanciers les sommes dues au titre des intérêts, des commissions et des frais exposés pour les prêts en cours. Le tableau suivant, établi au 31 décembre 1994, donne le total des encours de prêts de la Communauté.

Tableau 12**Encours de prêts de la Communauté**

(au 31 décembre 1994, en millions)

	Encours en deutschemarks	Encours en écus	Encours total en écus
Grèce	536	740	1 021
Italie	3 900	1 975	4 022
Total	4 436	2 715	5 043

Source: IME

5.2 Les fonctions consultatives

L'article 109f (6) du traité instituant la Communauté européenne et l'article 5.3 des statuts prévoient que l'IME soit consulté, le cas échéant, par le Conseil de l'Union européenne ou par les autorités nationales responsables sur toute proposition d'acte communautaire ou tout projet de loi ou de règlement national relevant du domaine de sa compétence. Les limites et conditions régissant la consultation de l'IME par les autorités nationales au sujet de la législation en projet sont décrites dans la Décision du Conseil 93/717/CEE du 22 novembre 1993. L'article 1 de cette Décision dispose que « les Etats membres consultent l'IME en particulier sur :

- la législation relative à la monnaie nationale, au statut de l'écu et aux moyens de paiement,
- les statuts et les pouvoirs des banques centrales nationales, ainsi que les instruments de la politique monétaire,
- la collecte, l'établissement et la diffusion des statistiques monétaires, financières, bancaires et de balance des paiements,
- les systèmes de compensation et de paiement, notamment pour les transactions transfrontière,
- les règles applicables aux institutions financières, dans la mesure où elles influent sur la stabilité des institutions et marchés financiers ».

Douze demandes de consultation ont été reçues en 1994, dont cinq venaient du Conseil de l'Union européenne et sept des autorités nationales.

Les consultations demandées par le Conseil de l'Union européenne concernaient : un Règlement du Conseil relatif à la consolidation de la législation communautaire existante sur la définition de l'écu, à la suite de l'entrée en vigueur du traité sur l'Union européenne ; un Règlement du Conseil concernant l'action de la Communauté dans le domaine des statistiques ; une modification d'une Directive du Conseil relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit, à la suite de l'acceptation de diverses formes de compensation contractuelle (bilatérale) ; une modification d'une Directive concernant les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ; enfin, une modification d'une Décision du Conseil instituant un Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements.

Sur les sept consultations demandées par les autorités nationales, quatre portaient sur le statut et les pouvoirs des banques centrales nationales ou les instruments de la politique

monétaire, tandis que, dans deux autres cas, il s'agissait de la stabilité des institutions et marchés financiers.

Le critère d'appréciation retenu par l'IME dans les consultations est avant tout la compatibilité du projet de texte avec le traité instituant la Communauté européenne, mais l'IME examine aussi l'incidence possible sur les futures dispositions relatives à la phase 3 de l'UEM et, éventuellement, la question de savoir si le texte aurait pour effet d'affecter la stabilité des institutions et marchés financiers.

5.3 La coopération avec les autres institutions

Dans l'accomplissement des missions qui lui incombent, l'IME coopère avec les autres organes de l'Union européenne sous diverses formes et à différents niveaux. Aux termes de l'articles 11 (11.1 et 11.2) des statuts, le président du Conseil de l'Union européenne et un membre de la Commission européenne peuvent participer aux réunions du Conseil de l'IME, mais sans avoir le droit de vote. De son côté, le président de l'IME est invité à assister aux réunions du Conseil de l'Union européenne chaque fois qu'on y débat de questions relatives aux objectifs et aux missions de l'IME. Cela inclut la présence du président aux réunions informelles du Conseil ECOFIN, qui se tiennent normalement deux fois par an. Le président de l'IME peut aussi se présenter devant les commissions compétentes du Parlement européen à la demande de ce dernier ou de sa propre initiative.

Au niveau des travaux courants, l'IME est invité à assister aux réunions du Comité monétaire en qualité d'observateur. Il coopère également avec la Commission européenne, notamment par le biais d'EUROSTAT (son service statistique) et du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements. En outre, l'IME collabore avec les directeurs nationaux des monnaies, représentant les institutions chargées de la fabrication des pièces qui, dans la phase 3, seront mises en circulation en même temps que les billets de banque européens en monnaie unique.

L'IME a aussi des contacts avec plusieurs institutions extérieures à la Communauté. C'est ainsi que, dans le cadre de la « procédure de concertation », qui prévoit un échange de données relatives à l'évolution des changes, aux interventions et autres opérations de change des autorités, le Sous-comité de politique des changes échange régulièrement des informations avec les banques centrales hors Union européenne, essentiellement celles qui sont membres du Groupe des Dix.

Les relations avec les banques centrales de la Norvège et de la Suisse, qui avaient été nouées à l'époque du Comité des gouverneurs, ont été poursuivies et des consultations sur des affaires d'intérêt commun se tiennent régulièrement. De plus, les accords de swaps bilatéraux avec la banque centrale de la Norvège, qui avaient été conclus, pour la première fois, en décembre 1990 et permettaient à celle-ci d'avoir accès à des ressources à court terme pour la conduite de sa politique de change, ont été prorogés pour une nouvelle période d'un an à la fin de 1994.

L'IME entretient de multiples et importantes relations avec la Banque des Règlements Internationaux (BRI) qui, depuis 1964, a fourni les ressources humaines et techniques nécessaires au fonctionnement du Secrétariat du Comité des gouverneurs et apporté un concours d'ordre technique à l'installation de l'IME. Après le transfert de l'IME à Francfort, la coopération s'est poursuivie, notamment dans le domaine statistique. La BRI continue d'exercer, à titre transitoire, la fonction d'agent exécutif de l'IME (voir, plus haut, en 5.1).

L'IME a établi aussi des contacts avec les institutions de Bretton Woods : il a été invité à assister, en qualité d'observateur, aux assemblées annuelles du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale. Du point de vue technique, la coopération entre le FMI et l'IME se situe au niveau des statistiques et dans le cadre de l'exercice de la surveillance dite régionale à laquelle le FMI accorde une importance croissante.

CHAPITRE III

LES CARACTÉRISTIQUES INSTITUTIONNELLES DES BANQUES CENTRALES NATIONALES

INTRODUCTION

Il découle du traité que plusieurs caractéristiques institutionnelles des banques centrales nationales doivent être modifiées au cours de la réalisation de l'UEM. En vertu de l'article 108 du traité, chaque Etat membre doit faire en sorte que, au plus tard à la date de la mise en place du SEBC, sa législation nationale, y compris les statuts de sa banque centrale, soit compatible avec le traité et les statuts du SEBC ¹. L'article 109e (5) stipule que le processus conduisant à l'indépendance des banques centrales devra être engagé pendant 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'applique dès le début de la phase 2 (voir l'article 109e (3) du traité) ². En outre, toute mesure accordant un accès privilégié des organismes publics aux institutions financières devait avoir été abrogée pour le 1er janvier 1994.

A. Les statuts et l'indÉpendance

Avant le commencement de la phase 3, les statuts des banques centrales des Etats membres devront être adaptés de manière à être compatibles avec ceux du SEBC, en particulier au regard des dispositions concernant leur indépendance et la recherche de la stabilité des prix comme objectif principal. Les progrès accomplis dans le sens de la compatibilité avec le traité sont un point sur lequel l'IME est tenu, en vertu de l'article 109j (1), de faire rapport au Conseil de l'Union européenne. L'IME envisage, à l'automne de cette année, un premier rapport conformément à l'article 7 de ses statuts.

Le traité sur l'Union européenne donne clairement mandat au SEBC de maintenir la stabilité des prix. Pour l'accomplissement de ce mandat, il importe que les autorités du SEBC ne soient pas tenues par des directives émanant d'autres organismes qui pourraient aller à l'encontre de cet objectif.

C'est pourquoi les statuts du SEBC comportent un certain nombre de dispositions visant à assurer l'indépendance du Système dans l'accomplissement des tâches qui lui sont assignées. Ils précisent en particulier que la BCE, les banques centrales nationales et tout membre de leurs organes de décision doivent agir sans recevoir d'instructions des autorités nationales ou communautaires. De plus, les membres des organes de décision sont assurés, en vertu des statuts, d'un mandat de durée déterminée pour l'exercice de leurs fonctions. Outre les dispositions relatives à l'indépendance politique ou institutionnelle, les articles des statuts relatifs au fonctionnement du Système, à ses opérations et à ses ressources financières confirment son indépendance économique ou pratique.

¹ Cette disposition ne s'applique pas au Royaume-Uni tant qu'il ne participe pas à la troisième phase de l'UEM (voir les sections 5 et 11 du Protocole sur certaines dispositions relatives à ce pays). En outre, la Décision adoptée par les chefs d'Etat ou de gouvernement, lors de leur réunion au sommet d'Edimbourg les 11 et 12 décembre 1992, implique que le Danemark (qui a notifié qu'il ne participerait pas à la phase 3 de l'UEM) gardera les pouvoirs en matière de politique monétaire qu'il exerce actuellement en vertu de la législation et de la réglementation nationales, notamment ceux de la Banque nationale du Danemark dans ce domaine.

² Sous réserve de la section 11 du Protocole sur certaines dispositions relatives au Royaume-Uni, qui accordent au gouvernement le droit de conserver la ligne de crédit « voies et moyens » dont il dispose à la Banque d'Angleterre, tant que le Royaume-Uni ne participera pas à la phase 3 de l'UEM. Le Protocole sur le Portugal prévoit aussi une exemption temporaire pour la faculté de découvert sans intérêts dont les régions autonomes des Açores et de Madère bénéficient à la Banque du Portugal.

1. Les principaux changements institutionnels en 1993 et 1994

Le Rapport annuel pour 1992 du Comité des gouverneurs (chapitre III et annexe II) comportait une description des caractéristiques institutionnelles des banques centrales, en particulier sous l'angle de leur indépendance, ces caractéristiques étant récapitulées dans le tableau 7 du Rapport. Depuis 1992, des changements ont été apportés dans ce domaine à diverses banques centrales nationales, au titre de la préparation de la phase 3, pour satisfaire aux exigences du traité.

Les deux cas les plus importants sont ceux de la Banque de France et de la Banque d'Espagne. Les textes de loi concernant la Banque nationale de Belgique, la Banque fédérale d'Allemagne, la Banque d'Italie et la Banque des Pays-Bas ont aussi été remaniés.

Le régime juridique de la Banque de France a été modifié par les lois 93-980 du 4 août 1993 et 93-1444 du 31 décembre 1993, entrées en vigueur le 1er janvier 1994. Ces nouveaux textes traitent de l'indépendance dans la conduite de la politique monétaire et de l'interdiction du financement des institutions publiques par la banque centrale. La formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire sont confiées à un Conseil de la politique monétaire, qui ne doit ni solliciter ni recevoir d'instructions du gouvernement. Un représentant de celui-ci peut assister aux réunions du Conseil, mais sans droit de vote ni de veto. Les membres du Conseil ne peuvent exercer d'autres fonctions et ils sont tenus de respecter le secret des délibérations ; les conditions de nomination et de remplacement sont définies de manière précise. Le Conseil de la politique monétaire s'occupe exclusivement des décisions de politique monétaire, tandis qu'un Conseil général exerce toutes les autres fonctions relatives à l'administration de la Banque de France. Le Conseil général est composé des membres du Conseil de la politique monétaire, auxquels s'ajoutent un représentant du gouvernement et un représentant du personnel.

Le statut de la Banque d'Espagne a été modifié par la loi 13/1994 du 1er juin 1994 sur l'autonomie de cette institution. Cette loi visait expressément à introduire dans la législation nationale les dispositions du traité sur l'Union européenne relatives à la politique monétaire et à l'indépendance des banques centrales. La loi fait donc de la stabilité des prix l'objectif premier de la politique monétaire et donne à la Banque tous pouvoirs de définir et mettre en oeuvre cette politique en pleine indépendance. En particulier, elle interdit explicitement au gouvernement et à toute autre autorité publique de donner des instructions à la Banque en ce qui concerne les objectifs de la politique monétaire ou son application. D'autres dispositions relatives à la nomination, à la durée du mandat et à la révocation du gouverneur et des membres du Conseil répondent aux impératifs généralement reconnus de l'indépendance des organes de décision des banques centrales. La loi règle aussi d'autres questions de fond : elle établit un nouveau régime juridique pour les actes et décisions de la Banque comme pour son statut budgétaire ; elle définit de manière détaillée les responsabilités et fonctions de la Banque, notamment en ce qui concerne la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire, ainsi que ses relations avec le gouvernement dans le domaine des changes ; elle traite enfin des systèmes de paiement et des questions relatives aux billets de banque. Dans les autres domaines, toutefois, la loi n'apporte pas de modifications importantes au régime des fonctions que la législation en vigueur assigne à la Banque. C'est ainsi, notamment, que les tâches de surveillance incombant à cette dernière demeurent régies par la loi 26/1988 du 29 juillet 1988, intitulée Discipline et Interventions relatives aux établissements de crédit, et par les autres textes de loi applicables en la matière.

En Italie, la loi n° 82 du 7 février 1992 a confié le pouvoir de fixer le taux d'escompte au gouverneur de la Banque d'Italie (auparavant, cela était du ressort du ministre du Trésor). De plus, la loi n° 483 du 26 novembre 1993 a annulé la ligne de crédit permanente ouverte au Trésor par la Banque d'Italie et donné à cette dernière latitude de fixer les réserves obligatoires des banques dans certaines limites.

En Belgique, une loi du 22 mars 1993 a introduit des dispositions redéfinissant la compétence du gouvernement dans le contrôle des décisions et opérations de la Banque nationale de Belgique. Antérieurement, le pouvoir politique ne pouvait, certes, donner d'instruction à la Banque, mais le commissaire du gouvernement et le ministre des Finances avaient chacun un pouvoir suspensif et un droit de veto à l'égard de toute décision contraire aux intérêts de l'Etat, à la loi ou aux statuts de la Banque. Le nouveau texte restreint ce pouvoir suspensif et ce droit de veto dans les affaires concernant la définition et l'application de la politique monétaire, les opérations de la Banque sur le marché des changes, la détention et la gestion des réserves de change officielles et la promotion de systèmes de paiement efficaces. Les droits en question ne peuvent être exercés que dans les cas où les décisions relevant de ces domaines ne sont pas conformes à la loi ou aux statuts de la Banque. Celle-ci jouit ainsi désormais d'une grande autonomie en matière de politique monétaire.

Aux Pays-Bas, une loi du 9 décembre 1993 a introduit une disposition imposant au gouvernement de prendre l'avis de la Banque des Pays-Bas avant d'arrêter des décisions concernant le régime des changes ou une modification des parités centrales, et de rendre publique la teneur de cet avis. Une autre loi, du 15 décembre 1994, a confié à la Banque des Pays-Bas la surveillance des bureaux de change.

2. Les caractéristiques actuelles des banques centrales de l'Union européenne

Le Rapport annuel pour 1992 du Comité des gouverneurs donnait une description statutaire détaillée des banques centrales des Etats membres de la Communauté à l'époque. Le tableau 13 ci-après présente les caractéristiques institutionnelles essentielles des banques centrales de l'Union européenne. Conformément à l'article 7 de ses statuts, l'IME établira un rapport spécial analysant les données institutionnelles des banques centrales nationales et appréciant les progrès accomplis vers la convergence dans le domaine des exigences auxquelles les banques centrales doivent satisfaire pour devenir partie intégrante du SEBC.

Tableau 13

Caractéristiques institutionnelles des banques centrales de l'Union européenne

	BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE	BANQUE NATIONALE DU DANEMARK	BANQUE FÉDÉRALE D'ALLEMAGNE	BANQUE DE GRÈCE	BANQUE D'ESPAGNE
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	Assurer la stabilité des prix
POUVOIR LEGAL DE: 1- déterminer le régime de taux de change 2- fixer des objectifs: - de croissance monétaire - d'inflation 3- modifier les taux d'intérêt directeurs	1 - Gouvernement 2 - Banque centrale ^(a) Banque centrale ^(a) 3 - Banque centrale	1 - Gouvernement 2 - Banque centrale ^(a) Banque centrale ^(a) 3 - Banque centrale	1 - Gouvernement 2 - Banque centrale Banque centrale ^(a) 3 - Banque centrale	1 - Gouvernement 2 - Banque centrale Gouvernement ^(a) 3 - Banque centrale	1 - Gouvernement après consultation de la banque centrale 2 - Banque centrale ^(b) Banque centrale 3 - Banque centrale
RESPONSABILITÉS: 1- Application de la politique monétaire et de la politique de change 2- Emission des billets de banque 3- Services liés aux systèmes de paiement 4- Banque des banques et banque de l'Etat 5- Surveillance des institutions financières 6- Sauvegarder la stabilité financière 7- Gestion des réserves de change	1 - Oui 2 - Oui 3 - Oui 4 - Oui 5 - Non 6 - Oui 7 - Oui	1 - Oui 2 - Oui 3 - Oui 4 - Oui 5 - Non 6 - Oui 7 - Oui	1 - Oui (suspension éventuelle des décisions pendant 2 semaines sur demande du gouvernement; faculté jamais utilisée) 2 - Oui 3 - Oui 4 - Oui 5 - Non 6 - Oui 7 - Oui	1 - Oui 2 - Oui 3 - Oui 4 - Oui 5 - Oui 6 - Oui 7 - Oui	1 - Oui 2 - Oui 3 - Oui 4 - Oui 5 - Oui 6 - 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-gouverneurs)	- Gouverneur - Sous-gouverneur - Comité de direction - Conseil exécutif
NOMINATION DU GOUVERNEUR par: durée:	- La Couronne sur proposition du gouvernement - 5 ans (renouvelable)	- La Couronne sur proposition du gouvernement - Pas de durée définie	- 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)	- Président de la République sur proposition du gouvernement après désignation par le Conseil - 4 ans (renouvelable)	- La Couronne sur proposition du Chef du gouvernement - 6 ans (non renouvelable)
MODIFICATIONS RECENTES OU ENVISAGÉES	Une loi visant à assurer l'indépendance de la Banque centrale dans les décisions de politique monétaire a été adoptée le 22 mars 1993.	Aucune	Aucune	La Banque de Grèce a proposé au gouvernement des modifications de la législation visant à accroître son indépendance et à rendre ses statuts pleinement compatibles avec le Traité sur l'Union européenne.	La loi 13/1994 du 1 ^{er} juin 1994 concernant l'autonomie de la Banque d'Espagne a introduit les dispositions du Traité sur l'Union européenne relatives aux banques centrales.

(a) Pas d'objectif fixé actuellement. (b) Pas d'objectif fixé actuellement; ce sont seulement des fourchettes ou des taux indicatifs qui sont utilisés.

Tableau 13 (suite)

Caractéristiques institutionnelles des banques centrales de l'Union européenne

	BANQUE DE FRANCE	BANQUE CENTRALE D'IRLANDE	BANQUE D'ITALIE	INSTITUT MONÉTAIRE LUXEMBOURGEOIS	BANQUE DES PAYS-BAS
PRINCIPAL OBJECTIF STATUTAIRE	Assurer la stabilité des prix	Sauvegarder l'intégrité de la monnaie	Aucun, mais, implicitement, sauvegarder la monnaie	Inclut la réalisation de la stabilité de la monnaie	Sauvegarder la valeur de la monnaie
POUVOIR LÉGAL DE: 1- déterminer le régime de taux de change 2- fixer des objectifs: - de croissance monétaire - d'inflation 3- modifier les taux d'intérêt directs	1 - Gouvernement 2 - Banque centrale Banque centrale 3 - Banque centrale	1 - Gouvernement 2 - Banque centrale ^(a) Banque centrale ^(a) 3 - Banque centrale	1 - Gouvernement 2 - Conjointement avec le gouvernement Gouvernement 3 - Banque centrale	1 - Gouvernement 2 - Banque centrale ^(a) Conjointement avec le gouvernement ^(a) 3 - Banque centrale ^(a)	1 - Gouvernement 2 - Banque centrale ^(a) Banque centrale ^(a) 3 - Banque centrale
RESPONSABILITÉS: 1- Application de la politique monétaire et de la politique de change 2- Emission des billets de banque 3- Services liés aux systèmes de paiement 4- Banque des banques et banque de l'Etat 5- Surveillance des institutions financières 6- Sauvegarder la stabilité financière 7- Gestion des réserves de change	1 - Oui 2 - Oui 3 - Oui 4 - Oui 5 - Oui, par l'intermédiaire de la Commission bancaire 6 - Oui 7 - Oui	1 - Oui 2 - Oui 3 - Oui 4 - Oui 5 - Oui 6 - Oui 7 - Oui	1 - Oui 2 - Oui 3 - Oui 4 - Oui 5 - Oui 6 - Oui 7 - Oui (conjointement avec l'Office italien des changes)	1 - Oui (en partie) 2 - Oui 3 - Oui 4 - Non 5 - Oui 6 - Oui 7 - Oui	1 - Oui (le droit pour le gouvernement de donner des instructions existe encore officiellement, mais n'a jamais été utilisé) 2 - Oui 3 - Oui 4 - Oui 5 - Oui 6 - Oui 7 - Oui
INSTANCES DIRIGEANTES	- Conseil de la politique monétaire - Conseil général	- Conseil d'administration	- Gouverneur, Directeur général, 2 Directeurs généraux adjoints (Directoire) - Conseil d'administration	- Direction - Conseil	- Comité de direction - Collège des censeurs
NOMINATION DU GOUVERNEUR par: durée:	- Conseil des ministres - 6 ans (renouvelable)	- Président, sur avis du gouvernement - 7 ans (renouvelable)	- Conseil d'administration avec l'approbation du gouvernement - à vie	- Grand-Duc sur proposition du Conseil des ministres - 6 ans (renouvelable)	- 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 - 7 ans (renouvelable)
MODIFICATIONS RÉCENTES OU ENVISAGÉES	Les lois des 4 août et 31 décembre 1993 concernant les statuts de la Banque de France ont introduit les dispositions du Traité sur l'Union européenne relatives aux banques centrales.	Un certain nombre de modifications mineures seront incluses dans la loi à venir.	Aucune	Un projet de la loi visant à apporter dans la législation les modifications requises par le Traité sur l'Union européenne est en instance devant le Parlement.	La loi du 9 décembre 1993 a introduit les dispositions du Traité sur l'Union européenne relatives aux banques centrales. Les derniers ajustements nécessaires pour la conformité avec le Traité sont à l'étude.

(a) Pas d'objectif fixé actuellement.

Tableau 13 (suite)

Caractéristiques institutionnelles des banques centrales de l'Union européenne

	BANQUE NATIONALE D'AUTRICHE	BANQUE DU PORTUGAL	BANQUE DE FINLANDE	BANQUE DE SUÈDE	BANQUE D'ANGLETERRE
PRINCIPAL OBJECTIF STATUTAIRE	Maintenir la valeur interne et externe de la monnaie autrichienne	Maintenir la stabilité monétaire interne et la solvabilité externe de la monnaie	Maintenir un système monétaire stable et sûr et faciliter la circulation de la monnaie en Finlande	Aucun, mais, implicitement, sauvegarder la monnaie	Aucun, mais, implicitement, sauvegarder la monnaie
POUVOIR LÉGAL DE: 1- déterminer le régime de taux de change 2- fixer des objectifs: - de croissance monétaire - d'inflation 3- modifier les taux d'intérêt directeurs	1- Banque centrale en coopération avec le gouvernement 2- Banque centrale ^(a) Banque centrale ^(a) 3- Banque centrale	1- Gouvernement après consultation de la banque centrale 2- Banque centrale ^(a) Banque centrale ^(a) 3- Banque centrale	1- Gouvernement sur proposition de la Banque centrale 2- Banque centrale ^(b) Banque centrale 3- Banque centrale	1- Banque centrale 2- Banque centrale ^(a) Banque centrale 3- Banque centrale	1- Gouvernement 2- Gouvernement ^(b) Gouvernement 3- Gouvernement
RESPONSABILITÉS: 1- Application de la politique monétaire et de la politique de change 2- Emission des billets de banque 3- Services liés aux systèmes de paiement 4- Banque des banques et banque de l'Etat 5- Surveillance des institutions financières 6- Sauvegarder la stabilité financière 7- Gestion des réserves de change	1- Oui 2- Oui 3- Oui 4- Oui 5- Non 6- Oui 7- Oui	1- Oui 2- Oui 3- Oui 4- Oui 5- Oui 6- Oui 7- Oui	1- Oui 2- Oui 3- Oui 4- Non 5- Non 6- Oui 7- Oui	1- Oui 2- Oui 3- Oui 4- Oui 5- Non 6- Oui 7- Oui	1- Oui 2- Oui 3- Oui 4- Oui 5- Oui 6- Oui 7- Oui (pour le compte de l'Etat)
INSTANCES DIRIGEANTES	- Conseil - Directoire	- Gouverneur - Conseil d'administration - Collège des censeurs - Comité consultatif	- Conseil de surveillance parlementaire - Conseil d'administration	- Conseil général - Gouverneur	- Conseil d'administration
NOMINATION DU GOUVERNEUR par: durée:	- Président de la République fédérale sur désignation par le gouvernement fédéral - 5 ans (renouvelable)	- Conseil des ministres sur proposition du ministre des Finances - 5 ans (renouvelable)	- Président de la République sur proposition du Conseil de surveillance parlementaire - pas de durée définie	- Conseil général - 5 ans (renouvelable)	- La Couronne sur proposition du Premier ministre - 5 ans (renouvelable)
MODIFICATIONS RÉCENTES OU ENVISAGÉES	Aucune	Les modifications visant à renforcer l'indépendance de la Banque centrale conformément aux articles 109e (5) et 108 du Traité sur l'Union européenne sont à l'étude.	Les textes de loi visant à satisfaire aux exigences du Traité sur l'Union européenne sont à l'étude.	Des textes de loi visant à satisfaire aux exigences du Traité sur l'Union européenne seront présentés au Parlement au cours de la législature actuelle.	Aucune. Des modifications seront nécessaires si le Royaume-Uni participe à la phase 3.

(a) Pas d'objectif fixé actuellement. (b) Pas d'objectif fixé actuellement; ce sont seulement des fourchettes ou des taux indicatifs qui sont utilisés.

3. Les modifications envisagées dans la législation

Au Luxembourg, un projet de loi concernant l'Institut monétaire luxembourgeois (IML) a été soumis au Parlement en décembre 1993, mais n'a pas encore été adopté.

Ainsi qu'il est indiqué dans l'exposé des motifs, ce texte vise à appliquer toutes les dispositions du traité concernant la phase 2, ainsi qu'à donner à l'IML certains caractères que les banques centrales nationales doivent présenter avant la phase 3. Le principal objectif de l'IML sera d'assurer la stabilité des prix, l'objectif secondaire étant de soutenir la politique économique du gouvernement luxembourgeois. L'IML voit ses compétences clairement définies, notamment la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire. Il devra agir suivant le principe de l'économie de marché. Toutefois, l'association monétaire entre la Belgique et le Luxembourg restera inchangée durant la phase 2.

Le projet de loi est le reflet de l'article 107 du traité et assure l'indépendance de l'IML vis-à-vis du gouvernement, en interdisant qu'il reçoive des instructions ou indications des pouvoirs publics. Son article 24 introduit dans la législation nationale la teneur de l'article 104 du traité en proscrivant l'octroi de toute facilité financière aux administrations publiques. D'autres articles du texte sont la traduction de la structure donnée par le traité au SEBC, adaptant ainsi la législation nationale aux exigences de la phase 3. Il est indiqué enfin, dans le projet, que des textes de loi complémentaires devront être adoptés en temps voulu pour le passage à la phase 3.

La Finlande a engagé les premiers travaux relatifs à la rédaction d'un texte de loi introduisant certaines dispositions du traité concernant les banques centrales nationales, notamment l'autonomie dans le domaine monétaire et l'interdiction du financement monétaire du secteur public. Le projet est en cours d'examen par le gouvernement finlandais, de sorte qu'il n'a pas encore été soumis au Parlement. Il définit l'objectif primordial de la Banque de Finlande comme étant de « sauvegarder la valeur de la monnaie » et l'objectif second comme étant d'atteindre les autres buts de la politique économique. Il assure également l'indépendance à l'égard du gouvernement, à la fois par des modifications institutionnelles et en disposant que la banque centrale ne peut ni solliciter, ni recevoir des instructions des autorités gouvernementales.

La Banque des Pays-Bas étudie actuellement, en coopération avec le ministère des Finances, la question de savoir quelles sont les dispositions du traité qui imposent de préciser la législation nationale ou de la modifier. Des études analogues sont en cours à la Banque nationale de Belgique. Au Portugal ont été engagés les premiers travaux concernant les amendements à apporter aux statuts de la banque centrale pour renforcer son indépendance. En Irlande, il n'est pas envisagé de modifications institutionnelles d'importance, mais un certain nombre d'ajustements mineurs figureront dans un texte de loi à venir. Le gouvernement suédois a annoncé que les changements à apporter à la législation pour satisfaire aux exigences du traité seraient soumis au Parlement au cours de la législature actuelle.

B. LE FINANCEMENT MONÉTAIRE ET L'ACCÈS PRIVILÉGIÉ

1. Remarques générales et rôle de l'IME

L'observation du passé, comme l'expérience récente, montrent qu'une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix peut être compromise par la participation de la banque centrale au financement des budgets publics. C'est pourquoi l'interdiction faite au secteur public de bénéficier d'un financement monétaire ou d'avoir un accès privilégié aux institutions financières est l'un des pivots du dispositif institutionnel sur lequel repose l'UEM (articles 104 et 104a du traité).

Le financement par la banque centrale et l'accès privilégié aux institutions financières sont interdits non seulement dans la phase 3, mais aussi dès la phase 2, puisqu'ils sont jugés incompatibles avec le processus de convergence vers la stabilité monétaire³. Ces interdictions s'appliquent donc à compter du 1er janvier 1994 (voir l'article 109e (3) du traité). Leurs modalités d'application sont spécifiées dans la législation communautaire secondaire (règlements du Conseil (CE) n° 3603/93 et n° 3604/93 du 13 décembre 1993). Les dispositions interdisant le financement monétaire couvrent, entre autres, la suppression des découverts et autres types de crédit accordés au secteur public, ainsi que des achats directs d'instruments de la dette publique. Les « autres types de crédit » désignent toute une série de formes de financement par la banque centrale, qui empruntent la voie d'opérations ou services divers effectués au bénéfice du secteur public⁴. Les dispositions concernant l'accès privilégié du secteur public aux institutions financières interdisent toute réglementation qui oblige ces dernières à acquérir ou détenir des titres d'emprunt émis par le secteur public ou toutes les mesures indirectes — comme les avantages fiscaux ne pouvant bénéficier qu'aux institutions financières ou les incitations financières non conformes aux principes de l'économie de marché — qui visent à favoriser l'acquisition ou la détention par ces institutions de titres de ce genre. Seules des considérations prudentielles peuvent justifier qu'on s'écarte de ce principe.

En vertu de l'article 169 du traité, c'est à la Commission européenne qu'il appartient de veiller à ce que la législation des Etats membres soit conforme aux dispositions du traité, alors que les articles 109f (9) et 180 (d) chargent l'IME de la même mission en ce qui concerne les banques centrales.

Le Comité des gouverneurs avait examiné cette question avant le début de la phase 2 et collaboré à la rédaction de la législation communautaire secondaire dans ce domaine. En 1994, l'IME a institué une procédure de contrôle périodique du respect par les banques centrales des obligations découlant pour elles des articles 104 et 104a du traité et de la législation secondaire correspondante. Ce contrôle est effectué tous les trois mois.

2. Le respect de l'interdiction des concours de la banque centrale au secteur public

La plupart des Etats membres avaient anticipé sur les exigences formulées dans l'article 104 du traité et le règlement du Conseil (CE) n° 3603/93 et ils avaient adapté la législation nationale dès avant le début de la phase 2. Les examens effectués par l'IME en

³ Voir renvoi 2.

⁴ Dans le cas de l'Italie, l'Office italien des changes doit être considéré, à cet égard, comme ne faisant qu'un avec la Banque d'Italie.

1994 montrent que les mesures nécessaires pour satisfaire à l'interdiction ont déjà été prises dans une large mesure. Quelques changements mineurs sont encore à l'étude.

Le règlement du Conseil précité autorise les banques centrales nationales à détenir des titres de la dette publique, tant qu'il s'agit d'instruments acquis avant le 1er janvier 1994 et à échéance fixe, cela quelle que soit la date d'échéance et qu'ils soient ou non rémunérés à un taux de marché. La plupart des encours de créances non négociables ont été convertis en actifs à terme fixe. Dans quelques Etats membres, un reliquat de créances de la banque centrale sur le secteur public reste à convertir ; ces points sont actuellement à l'étude. Le tableau 14 ci-après donne un aperçu général, à fin 1994, des encours de créances non négociables des banques centrales sur le secteur public.

L'interdiction de possibilités de découvert à la banque centrale pour le secteur public a été généralement respectée. On a relevé dans certains cas des découverts ponctuels, dus essentiellement soit à une transition imparfaite avec le nouveau régime, soit à des retards de paiement de la part de tiers ; mais ces situations ont été considérées par les banques centrales respectives comme n'étant pas de nature structurelle et n'ayant pas d'incidence sur la conduite de la politique monétaire. Des mesures sont envisagées à l'effet de supprimer ces anomalies.

Tableau 14 Créances des banques centrales sur le secteur public*
(Situation à fin-décembre 1994)

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	PT	UK
Montant total des créances (en % du PIB)	...	-	0,3	27,8	3,3	0,5	0,4	4,8	1,5	-	1,4	...
dont:												
créances à échéance non déterminée	...	-	-	-	-	0,2	-	-	1,5	-	0,03 (a)	... (b)
Echéance fixe la plus longue	(c)	-	2033	2023	2023	2003	2000	2043	(c)	-	2002	(c)
Taux d'intérêt des créances à échéance déterminée (en % par an)	(c)	-	0-1	0-10	0-11	5	5,3- 5,5	1	(c)	-	1,3- 10,5 (d)(e)	(c)

Source: Banques centrales nationales.

* Créances non négociables et créances non soumises aux conditions du marché à l'exclusion des pièces de monnaie, du « flottant » né de la compensation des chèques ni les créances sur les établissements de crédit du secteur public acquises en dehors des opérations d'injection de liquidités par les banques centrales.

(a) Le Protocole sur le Portugal annexé au Traité prévoit une exemption pour la faculté de découvert sans intérêts dont les régions autonomes des Açores et de Madère bénéficient à la Banque du Portugal.

(b) Le Protocole sur certaines dispositions relatives au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord prévoit une exemption pour la ligne de crédit « voies et moyens » dont dispose le gouvernement britannique.

(c) Il n'y a pas de créance non négociable à échéance fixe.

(d) Taux d'intérêt liés (partiellement) à ceux du marché.

(e) Taux d'intérêt lié au taux du marché : la première année (1993), le taux d'intérêt appliqué a été de 10 % du taux de base annuel des bons du Trésor annoncé par la Banque du Portugal (c'est-à-dire le taux moyen pondéré annuel des douze dernières émissions de bons du Trésor) ; ce pourcentage augmentera de 10 points chaque année jusqu'à l'échéance, En 1993, le taux d'intérêt appliqué a été de 1,3 %, Le 31 décembre 1994, le taux de base annuel des bons du Trésor annoncé par la Banque du Portugal était de 10,5 %.

On n'a pas observé, en 1994, d'achats sur le marché primaire de titres de dette émis par le secteur public national. L'acquisition de titres du secteur public sur le marché secondaire est conforme au traité, dans la mesure où elle ne constitue pas un moyen de tourner la règle fixée par l'article 104. En 1994, quelques banques centrales ont procédé à des achats de ce genre pour des montants d'une certaine importance ; ces opérations n'ont pas été jugées incompatibles avec l'interdiction des achats directs de titres émis par le secteur public.

Dans l'exercice de leur fonction d'agents financiers du secteur public, les banques centrales ne doivent accorder aucune forme de crédit aux personnes morales de droit public. Le règlement du Conseil prévoit quelques exceptions à cette règle générale ; il permet, entre autres, dans certaines limites ou sous certaines conditions, les avances au secteur public en cours de journée, celles qui découlent de l'encaissement des chèques du Trésor et celles que représentent les avoirs de la banque centrale en pièces de monnaie émises par le secteur public. Si ces exceptions sont admises, c'est que l'interdiction complète des crédits résultant de ces divers processus ne s'impose pas du point de vue économique et qu'elle pourrait se révéler très coûteuse à appliquer ⁵.

Les avances intrajournalières sont autorisées par le règlement du Conseil parce qu'elles favorisent le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Elles sont donc compatibles avec l'objectif de l'article 104 du traité, à condition qu'il n'existe aucune possibilité de les prolonger jusqu'au jour suivant. Dès lors, dans les pays membres où les avances intrajournalières sont admises, des dispositions ont été prises pour empêcher qu'elles ne se transforment en avances au jour le jour. Dans certains pays, par exemple, le Trésor laisse en dépôt à la banque centrale des sommes relativement importantes, pour ne pas risquer de se trouver en fin de journée avec un compte débiteur, ou bien il s'entend avec les banques commerciales pour avoir une faculté de découvert pouvant être utilisée à la fin de chaque journée.

Le processus d'encaissement des chèques du Trésor par la banque centrale peut se traduire par une avance temporaire et sans intérêt au secteur public, si le montant de ces chèques est porté au crédit du compte du Trésor avant qu'ils ne soient effectivement encaissés. C'est pourquoi le règlement du Conseil limite strictement les avances à l'Etat à ce titre, en n'autorisant que celles qui ont un caractère « exceptionnel » et « qui sont de faible montant et se résorbent à court terme ». Dans la plupart des pays membres, l'encaissement des chèques du Trésor avait cessé, à fin 1994, d'être à l'origine d'un quelconque bénéficiaire au secteur public.

Enfin, il peut y avoir avance au secteur public si la banque centrale détient des pièces de monnaie émises par ce dernier et porte le montant de ces avoirs au crédit du compte du Trésor. Le règlement du Conseil a fixé un plafond pour les avances de ce type, en décidant que le montant des avoirs de la banque centrale en monnaies divisionnaires émises par le secteur public et portées au crédit du compte de ce dernier devait être inférieur à 10 % du montant des pièces en circulation ⁶. Cette disposition a été généralement respectée en 1994, bien que, dans un cas, le plafond ait été dépassé dans les quatre premiers mois de l'année.

⁵ Est aussi exempté inconditionnellement le financement par les banques centrales des obligations vis-à-vis du FMI incombant au secteur public ou résultant de la mise en oeuvre du mécanisme de soutien financier à moyen terme de l'Union européenne.

⁶ Dans le cas de l'Allemagne, suite à l'unification, la limite supérieure autorisée est de 15 % jusqu'à la fin de 1996.

3. Le respect de l'interdiction d'accorder un accès privilégié aux institutions financières

Comme pour l'interdiction du financement monétaire, la plupart des Etats membres avaient anticipé sur les exigences posées par l'article 104a et le règlement du Conseil (CE) n° 3604/93 quant à l'interdiction de l'octroi au secteur public d'un accès privilégié aux institutions financières. Les Etats membres ont abrogé les mesures qui pouvaient être interprétées comme une forme d'accès privilégié avant même la ratification du traité de Maastricht. En toile de fond de ce processus, il faut placer d'abord la Directive concernant la libéralisation des mouvements de capitaux, entrée en vigueur le 1er juillet 1990 pour la majorité des pays membres, mais aussi la concurrence toujours plus vive qui joue dans le secteur des services financiers et qui a soumis davantage le financement du secteur public aux lois du marché, avec, notamment, l'obligation de payer les intérêts au taux du marché.

L'interdiction de l'octroi d'un accès privilégié est centrée principalement sur les relations entre le secteur public et les institutions financières. Selon le règlement du Conseil, les banques centrales nationales ne sont considérées ni comme des institutions financières, ni comme faisant partie du secteur public. Néanmoins, les banques centrales sont touchées par ledit règlement, tout particulièrement en ce qui concerne les règles qu'elles ont fixées pour la mobilisation ou le nantissement des titres de dette. En fait, l'examen de ces règles par l'IME n'indique pas qu'elles accordent une forme quelconque d'accès privilégié.

Un autre domaine où la réglementation édictée par les banques centrales pourrait se traduire par un accès privilégié est celui des réserves obligatoires. Jusqu'à ces derniers temps, dans certains Etats membres, des instruments de la dette publique tels que les bons du Trésor étaient considérés comme actifs éligibles pour la constitution des réserves obligatoires. Ces règles n'étant pas conformes aux dispositions respectives du traité et du règlement du Conseil, elles ont été modifiées en conséquence.

COMPTES ANNUELS DE L'IME

COMPTES ANNUELS DE L'IME

Bilan au 31 décembre 1994

en écus		en écus	
I Éléments d'actif liés au SME		I Éléments de passif liés au SME	
Avoirs en or	28.624.566.048	Ecus émis au profit des	56.575.849.005
Avoirs en dollars des E.U.	27.951.282.957	banques centrales de la CE	
	<hr/>		<hr/>
	56.575.849.005		56.575.849.005
	<hr/>		<hr/>
II Autres éléments d'actif		II Autres éléments de passif	
(1) Caisse et dépôts à vue dans les banques	499.203	(1) Créanciers et dettes diverses	3.639.743
(2) Titres	12.358.418	(2) Provisions pour pensions de retraite et obligations analogues	377.803
(3) Actifs corporels	6.595.995	(3) Autres provisions	3.566.464
(4) Autres actifs	1.277.793	(4) Compte de réévaluation	117.401
	<hr/>	(5) Contribution des banques centrales nationales	13.029.998
	20.731.409	(au titre de l'article 16.2 des statuts)	
	<hr/>		<hr/>
	20.731.409		20.731.409
	<hr/>		<hr/>
Total de l'actif	56.596.580.414	Total du passif	56.596.580.414
	<hr/>		<hr/>
<i>Pour mémoire:</i>		<i>Pour mémoire:</i>	
Créances à terme en écus (nées du renouvellement trimestriel des swaps)	56.575.849.005	Exigibilités à terme en or et dollars des EU	56.575.849.005

Compte de résultat pour l'exercice 1994

	<u>en écus</u>
Produits	
Intérêts perçus	<u>341.956</u>
Total des produits	<u>341.956</u>
Charges	
Frais de personnel	3.388.001
Autres dépenses d'administration (y compris les frais de premier établissement: 6.862.916)	14.692.575
Annuité d'amortissement des actifs corporels	<u>231.382</u>
Total des charges	<u>18.311.958</u>
Déficit de l'exercice	<u><u>(17.970.002)</u></u>
Couverture du déficit	
Contribution des banques centrales nationales au titre de l'article 17.6 des statuts	<u><u>17.970.002</u></u>
Francfort-sur-le-Main le 31 janvier 1995	

Institut monétaire européen

A. Lamfalussy

Le Président

Au Président et au Conseil
de l'Institut monétaire européen

Francfort-sur-le-Main

Nous avons vérifié les comptes financiers ci-joints de l'Institut monétaire européen. L'établissement de ces comptes est du ressort de la Direction de votre institution. Pour notre part, nous avons à porter un jugement sur ces comptes, en toute indépendance, à partir de notre vérification et à vous le faire connaître.

Notre travail, qui a été effectué conformément aux normes internationales de la profession, a comporté l'examen, par voie de sondage, des documents se rapportant aux sommes et aux indications figurant dans les comptes. Il a consisté aussi à porter une appréciation sur les estimations et les prises de position de quelque importance qu'a impliquées l'établissement de ces comptes, et à déterminer si les règles comptables qui ont été suivies sont appropriées aux conditions particulières de l'Institut monétaire européen et si elles sont suffisamment explicites.

A notre avis, les états financiers, qui ont été établis selon les règles comptables exposées dans la section 2 de notre relation aux comptes de l'Institut monétaire européen, donnent une image fidèle de la situation de cette institution au 31 décembre 1994 et des résultats de ses opérations pendant l'année ayant pris fin à cette date.

Francfort-sur-le-Main, 14 février 1995

C & L TREUARBEIT
DEUTSCHE REVISION
S.A.

Wagener
(commissaire aux comptes)

Kern
(commissaire aux comptes)

1. Introduction

1.1 Aux termes de l'article 16 de ses statuts, l'IME est doté de ses propres ressources, qui sont fournies par les banques centrales nationales et qui doivent servir à constituer les revenus estimés nécessaires pour couvrir ses dépenses d'administration. En vertu de l'article 16.2, ces ressources devaient être libérées lors de la création de l'IME. Mais, il n'était pas possible de déterminer avec précision le montant des ressources requises à cet effet avant que les opérations de l'IME aient atteint leur « rythme de croisière » et que l'on puisse, dès lors, faire une prévision valable sur le niveau permanent des dépenses d'administration. Aussi les banques centrales ont-elles versé les fonds nécessaires pour permettre à l'IME de commencer ses opérations, d'équiper ses locaux, de recruter son personnel et de couvrir les dépenses courantes. C'est au total une somme de 31 millions d'écus qui a été versée au cours de l'année 1994, en trois fois (et selon la clé de répartition définie à l'article 29.1 des statuts du SEBC), par les douze banques centrales qui étaient alors membres à part entière de l'IME.

1.2 Sur le montant de ces contributions initiales, une somme de 18,3 millions a servi à financer les dépenses d'administration courante et les dotations aux provisions, dont 6,9 millions représentant des frais exceptionnels liés à l'acquisition et à la mise en état des locaux, ainsi qu'au recrutement du personnel, à son transfert et à son installation à Francfort-sur-le-Main. L'IME a commencé l'année sans fonds de réserve général, ni revenus propres, et la part des contributions des banques centrales utilisée pour couvrir ces dépenses -soit 18 millions d'écus après déduction des intérêts produits par la trésorerie- a été comptabilisée comme un versement effectué au titre de l'article 17.6 des statuts, qui prévoit le mode de financement du déficit éventuel d'un exercice.

1.3 Le reliquat des sommes payées par les banques centrales en 1994, soit 13 millions, a été considéré comme une contribution aux ressources de l'IME relevant de l'article 16.2 des statuts. Ladite somme se décompose en 6,6 millions d'investissement en capital fixe, déduction faite de l'annuité d'amortissement, et en 6,4 millions de fonds de roulement non affecté.

1.4 Lors de la séance du 3 janvier 1995, le Conseil de l'IME a été en mesure de déterminer le montant des ressources qui lui sont nécessaires pour conduire l'ensemble de ses activités. De nouvelles contributions, totalisant 602,5 millions d'écus, ont été effectuées par les banques centrales le 17 janvier, suivant une clé de répartition révisée pour tenir compte des nouveaux membres (la Banque nationale d'Autriche, la Banque de Finlande et la Banque de Suède) que compte le Conseil depuis le 1er janvier 1995 ; les contributions versées en 1994 au titre de l'article 16.2 ont fait l'objet d'une nouvelle ventilation sur la base de la clé ainsi modifiée. Le total des contributions au titre dudit article s'élève à 615.573.495 écus, dont 597,2 millions ont été placés en dépôts à terme, destinés à produire les revenus jugés nécessaires pour couvrir les dépenses d'administration de l'IME ; le reste est constitué des investissements en actifs corporels et du fonds de roulement.

2. Règles suivies dans l'établissement des comptes

2.1 Les comptes annuels ont été établis suivant les principes fixés par le Conseil de l'IME, conformément à l'article 17.3 de ses statuts, et les sommes sont exprimées en écus officiels.

2.2 Bien que l'IME, organe des Communautés européennes, ne soit pas soumis aux lois et règles nationales relatives aux pratiques comptables, il a suivi les principes comptables universellement admis, sauf quand des questions propres à l'IME imposaient de procéder autrement. Quoique l'IME n'ait qu'une durée de vie limitée dans le temps, les comptes ont été établis comme pour un organisme appelé à perdurer.

2.3 Les éléments d'actif et de passif liés au SME figurent pour leur prix d'acquisition ou leur valeur d'émission. Les titres à court terme à intérêts précomptés sont comptabilisés à leur prix d'achat majoré des intérêts courus, les autres titres à leur valeur en fin d'exercice. Tous les autres éléments d'actif et de passif financiers sont donnés en valeur nominale.

2.4 Les actifs corporels sont évalués à leur coût d'acquisition diminué de l'amortissement. La méthode appliquée à cet égard est celle de l'amortissement linéaire, celui-ci partant du trimestre qui suit l'acquisition et s'étalant sur la durée de vie estimée de l'actif.

2.5 Indépendamment des éléments d'actif et de passif liés au SME, la conversion en écus des postes du bilan libellés à l'origine en monnaies étrangères a été effectuée sur la base des taux officiels publiés par la Commission européenne qui étaient valables au 31 décembre 1994. Les opérations en monnaies étrangères enregistrées dans le compte de résultat sont comptabilisées au taux officiel moyen pour la période considérée. Pour 1994, les opérations de ce genre inscrites dans les livres de l'IME ont été effectuées à compter du 18 avril.

2.6 Les produits et charges sont comptabilisés sur la base du fait générateur. Les plus-values latentes, résultant de la réévaluation des actifs relativement au prix d'acquisition, ne sont pas traitées comme des revenus, mais portées dans un compte de réévaluation ; les moins-values latentes sont déduites des plus-values inscrites dans ledit compte de réévaluation, le reliquat éventuel étant porté dans les charges.

2.7 Conformément à l'article 17.4 des statuts, le Conseil a nommé comme commissaire aux comptes la firme « C & L Treuarbeit Deutsche Revision ».

3. Notes sur le bilan

3.1 Éléments d'actif et de passif liés au SME

Ces postes du bilan se rapportent aux swaps, renouvelables tous les trois mois, par lesquels des écus officiels sont créés au profit des banques centrales en échange du versement par elles à l'IME de 20 % de leurs réserves d'or et de dollars. Ces opérations ont été décrites au chapitre II, en B5.1, du présent Rapport. Les actifs et passifs respectifs sont enregistrés sur les livres de l'IME. Les écritures ainsi passées n'impliquent ni versements, ni encaissements d'intérêts. Les intérêts produits par les réserves officielles « échangées » contre écus continuent de courir au profit de leurs propriétaires réels. Ceux que produisent les avoirs en écus émis dans le cadre des swaps ne deviennent exigibles que lorsque les avoirs d'une banque centrale excèdent ses exigibilités à terme en écus ; en pareil cas, les intérêts versés sont couverts par les intérêts dus par les banques centrales dont les exigibilités à terme en écus dépassent leurs avoirs en cette monnaie.

Le 1er janvier 1994, l'IME a pris à son compte l'actif et le passif du Fonds européen de coopération monétaire, qui se montaient chacun à 59,96 milliards d'écus. Sur cette somme 53,48 milliards se rapportaient à l'émission d'écus au profit des banques centrales de la Communauté européenne contre versement d'or et de réserves en dollars, et 3,48 milliards aux opérations dites de financement à très court terme.

3.2 Autres éléments d'actif

Il (1) *Caisse et dépôts à vue dans les banques* : les liquidités sont détenues sur un compte ordinaire en deutschemarks, monnaie en laquelle sont payables la quasi-totalité des opérations journalières de l'IME. Ce compte sert exclusivement à effectuer les paiements et à encaisser les recettes relatifs à l'administration courante.

Il (2) *Titres* : les excédents de trésorerie ont été placés chaque jour en bons du Trésor de la République fédérale d'Allemagne. Il n'y avait pas d'autres titres en portefeuille au 31 décembre 1994.

Il (3) *Actifs corporels*: ce poste comprenait, en fin d'exercice, les rubriques suivantes :

Equipement	4 676 422 écus
Ordinateurs et logiciels	1 717 027 écus
Divers	<u>202 546 écus</u>
Total	<u>6 595 995 écus</u>

L'équipement inclut le coût capitalisé des installations spéciales des locaux de l'« Eurotour » de Francfort, qui étaient nécessaires pour répondre aux besoins particuliers de l'IME. Les sommes qui figurent sont nettes d'amortissement, lequel se monte au total à 231 382 écus et a été porté au débit du compte de résultat pour 1994.

Il (4) *Autres actifs* : ce poste recouvre essentiellement une créance sur le ministère des Finances de l'Allemagne fédérale, au titre de la TVA et des autres impôts indirects acquittés sur les biens et les services. Ces taxes et impôts sont en effet remboursables en vertu de l'article 3 du Protocole sur les privilèges et immunités des Communautés européennes, qui s'applique aussi à l'IME en vertu de l'article 21 de ses statuts.

3.3 Autres éléments de passif

Il (1) *Créanciers et dettes diverses* : ce poste correspond principalement aux sommes à régler aux fournisseurs, ainsi qu'à l'impôt retenu à la source sur les traitements du personnel, avant reversement aux Communautés européennes, et aux cotisations de retraite cumulées, avec les intérêts produits, remboursables aux agents. Aux termes des dispositions provisoires en vigueur à la date d'arrêté du bilan, les agents de l'IME versent une cotisation au régime de retraites calculée en pourcentage de leur traitement de base (cotisation en regard de laquelle s'inscrit la cotisation, deux fois plus

importante, versée par l'IME — voir ci-après en II 2) ; la cotisation « salariale » est remboursable au terme du contrat de travail, majorée des intérêts courus qu'elle a produits

II (2) *Provision pour pensions de retraite et obligations analogues* : ce poste représente les cotisations cumulées de l'IME au régime de retraite du personnel. Elles doivent couvrir le coût des éventuelles indemnités de licenciement et pensions d'invalidité.

II (3) *Autres provisions* : il s'agit des fonds mis en réserve pour la remise en état des locaux par l'IME en fin de bail (voir les notes relatives au compte de résultat), pour couvrir les frais d'édition du Rapport annuel et d'établissement des comptes pour 1994, ainsi que pour les sommes dues à la Banque des règlements internationaux au titre de ses fonctions d'agent financier de l'IME.

II (4) *Compte de réévaluation* : la hausse du cours du deutschemark contre écu enregistrée en 1994 s'est traduite par une plus-value latente sur la valeur nette des actifs détenus ou libellés en deutschemarks, plus-value qui a été inscrite à ce compte.

II (5) *Contribution des banques centrales nationales au titre de l'article 16.2 des statuts* : ce poste représente le solde des contributions versées par les banques centrales nationales en 1994 après couverture du déficit d'exploitation de l'exercice (voir ci-dessus l'« Introduction » ainsi que, dans les notes relatives au compte de résultat, celle qui est intitulée « Couverture du déficit ») ; ce solde a été considéré comme un paiement anticipé, à valoir sur les contributions à verser au titre de l'article 16 des statuts.

4. Notes sur le compte de résultat

4.1. Produits

Ce poste comptabilise les intérêts produits par l'emploi des liquidités excédentaires en bons du Trésor (voir plus haut la rubrique « Autres actifs », note II (2)).

4.2. Charges

Frais de personnel : ce poste se rapporte aux traitements et indemnités de caractère général versés au personnel, ainsi qu'aux cotisations de l'employeur au régime de retraite et au régime d'assurance maladie et accidents. Au 31 décembre 1994, l'effectif de l'IME se composait du Président et de 126 agents, dont cinq occupaient des postes de direction. Les frais exposés pour les agents employés par la BRI à Bâle (lesquels avaient appartenu pour la plupart à l'ancien Secrétariat du Comité des gouverneurs) avant leur transfert à Francfort, en novembre et décembre, entrent dans le cadre d'un accord général sur les services passé avec la BRI dans l'attente de l'établissement définitif de l'IME à son siège ; ils sont inclus dans les « Autres dépenses d'administration ». Les traitements et indemnités versés aux agents, y compris les émoluments des titulaires des postes de direction, ont été fixés essentiellement sur le

modèle du régime de rémunérations des Communautés européennes et lui sont donc comparables.

Autres dépenses d'administration : ce poste couvre toutes les autres dépenses courantes, comme les loyers, l'entretien et l'équipement des locaux, les biens consommables, les honoraires versés et les autres services (y compris ceux qu'a assurés temporairement la BRI) et fournitures. Dans le montant total de ce poste, les « frais de premier établissement » englobent les dépenses exceptionnelles, sans rapport avec l'équipement, engagées pendant l'année au titre de l'installation de l'IME à son siège, en particulier pour la remise à neuf des locaux, les frais d'agence liés à la location et à l'agencement de ces locaux, ainsi que les dépenses de recrutement, de transfert et d'installation du personnel. La même rubrique comporte aussi une provision constituée pour faire face à l'obligation qu'aura l'IME, en fin de bail, de remettre les locaux loués dans leur état normal.

4.3 Couverture du déficit

Comme l'IME n'avait pas de fonds de réserve général en début d'exercice, le déficit d'exploitation a été couvert entièrement par les versements effectués en 1994 par les banques centrales, conformément aux dispositions de l'article 17.6 des statuts.

ANNEXES

LES STRATÉGIES MONÉTAIRES ET LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LES DIFFÉRENTS PAYS DE L'UNION EUROPÉENNE À L'HEURE ACTUELLE

1. Les stratégies

Si les banques centrales de l'Union européenne sont unanimes à penser que l'objectif final de la politique monétaire est d'atteindre et de maintenir la stabilité des prix, les stratégies utilisées aujourd'hui à cette fin varient suivant les pays, comme on l'a vu au chapitre I en A.3.2. (voir le tableau 15 de la présente annexe). La plupart des pays participant au MCE usent d'une stratégie indirecte. Celle-ci repose, dans un cas (celui de l'Allemagne), sur le choix d'un agrégat monétaire comme objectif intermédiaire, alors que d'autres pays prennent pour cible le taux de change. L'un d'eux (la France) se donne aussi un objectif chiffré pour un agrégat monétaire tout en surveillant l'endettement total, tandis qu'un autre (l'Espagne) vise directement un taux d'inflation et surveille la croissance monétaire. Les pays de l'Union européenne qui sont en dehors du MCE, tout en continuant d'attribuer de l'importance à la stabilité du taux de change, se fixent un objectif intermédiaire monétaire ou visent directement un certain taux d'inflation.

Ces différences ne doivent cependant pas être exagérées, car les deux stratégies, directe et indirecte, ont été appliquées de manière pragmatique ces derniers temps. D'une part, les agrégats monétaires et le taux de change restent l'objet d'une surveillance étroite dans les pays empruntant la voie directe. De l'autre, les banques centrales qui s'appuient sur un objectif monétaire intermédiaire surveillent aussi, dans une certaine mesure, pour évaluer la portée réelle de l'évolution observée de l'agrégat visé, d'autres indicateurs de la situation en matière d'inflation : les coûts de main-d'oeuvre, le déficit budgétaire, les prix à l'importation ou l'écart, mesuré d'une façon ou d'une autre, entre le PIB effectif et le PIB potentiel.

2. Les instruments

Les instruments de politique monétaire utilisés actuellement par les pays de l'Union européenne sont très divers. On peut les regrouper en trois grandes catégories : les systèmes de réserves obligatoires, les « facilités permanentes » et les opérations d'open market. Dans les systèmes de réserves obligatoires, les banques sont tenues de maintenir en dépôt à la banque centrale un montant minimum de réserves, qui sont ou non rémunérées ; ces réserves minimums sont généralement calculées en pourcentage des exigibilités monétaires des banques. Avec les « facilités permanentes », la banque centrale s'offre en permanence à effectuer certains types d'opérations (escompte, refinancement, acceptation de dépôts) à l'initiative des banques commerciales, mais aux conditions qu'elle a affichées à l'avance ; l'accès des banques, prises individuellement, à ces facilités peut être assorti de quotas. Les opérations d'open market, enfin, sont effectuées par la banque centrale, de sa propre initiative, avec les opérateurs du secteur privé soit pour injecter des liquidités dans le marché, soit pour en retirer ; elles peuvent consister en opérations ferme ou en pensions et mettre en jeu différentes sortes d'actifs financiers (effets publics, effets privés, papier émis par la banque centrale et devises).

Les caractéristiques propres des divers instruments et leurs rôles respectifs varient d'un pays à l'autre, comme le montre le tableau 15.

C'est ainsi que, dans certains pays où les systèmes de réserves obligatoires (Allemagne, Espagne, France, Italie, Autriche et Portugal) ou les facilités permanentes (Pays-Bas) prévoient une mise en moyenne des chiffres (c'est-à-dire que les coefficients de réserves ou les quotas s'appliquent aux valeurs moyennes sur une période de mesure déterminée), cette disposition peut contribuer à la stabilisation des taux d'intérêt à court terme sur le marché. Dès lors, la banque centrale n'a pas besoin d'intervenir fréquemment sur le marché monétaire. A l'inverse, dans les pays où il n'y a pas de réserves obligatoires et là où elles ne servent pas essentiellement à stabiliser les taux d'intérêt (la Belgique, l'Irlande et le Royaume-Uni, par exemple), cette tâche impose à la banque centrale de recourir plus largement et fréquemment aux opérations de « réglage fin » ou aux facilités permanentes. En outre, pour limiter la variabilité des taux d'intérêt à court terme, la plupart des banques centrales de l'Union s'appuient sur diverses combinaisons de facilités permanentes (avances à la marge, acceptation de dépôts ou escompte) au moyen desquelles des liquidités peuvent être résorbées, ou au contraire injectées, à l'initiative des banques commerciales, mais aux taux affichés à l'avance par la banque centrale. Ces taux font aussi fonction, généralement, d'indicateur de l'orientation de la politique monétaire.

Dans un certain nombre de pays (la Belgique, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Portugal, la Finlande, la Suède), deux des taux applicables aux facilités permanentes forment un couloir à l'intérieur duquel évoluent normalement les taux à court terme du marché. Bien que, dans certains pays, les facilités permanentes tiennent une place relativement importante, quantitativement parlant, dans l'octroi (ou le retrait) de liquidités, actuellement ce rôle revient surtout, dans la plupart des cas, aux opérations d'open market. Il y a cependant des différences considérables entre les pays en ce qui concerne le type d'opérations prédominant (les opérations ferme en Grèce et en Finlande, les pensions dans la plupart des autres pays), mais aussi la nature des actifs utilisés, les méthodes d'adjudication et la fréquence de ces opérations. On observe toutefois une certaine convergence. Globalement, la part des interventions à l'open market a augmenté ces dernières années, ce qui s'explique probablement aussi par la volonté des autorités de développer les marchés et de s'appuyer de plus en plus sur le jeu de la concurrence. Parallèlement, on a vu bon nombre de banques centrales nationales recourir aux pensions.

Une description plus précise des principaux instruments de la politique monétaire contribuera sans doute à mieux faire saisir la diversité du cadre opérationnel des banques centrales à l'intérieur de l'Union européenne.

2.1 Les réserves obligatoires

Dans la majorité des pays de l'Union, le système bancaire est assujéti à des réserves obligatoires, ce qui répond généralement à la combinaison de préoccupations diverses de politique monétaire : a) accroître la demande de réserves des banques, b) contribuer à la stabilisation des taux d'intérêt à court terme par l'effet, là où elles existent, des dispositions prévoyant un calcul en valeur moyenne, ce qui réduit la nécessité de fréquentes interventions de la banque centrale, c) stabiliser et rendre plus prévisible le multiplicateur monétaire d) augmenter la sensibilité de la demande de monnaie aux variations des taux d'intérêt en creusant un écart entre les taux de rémunération des actifs monétaires et ceux des actifs non monétaires. L'importance accordée à chacune de ces considérations varie souvent selon les pays. Dans ceux où il n'y a pas de réserves obligatoires (en Belgique, au Danemark et en Suède) et là où elles ne sont pas essentiellement au service de la politique monétaire (au Royaume-Uni), certaines des fonctions énumérées ci-dessus sont assurées par recours à

d'autres moyens, par exemple en réglant le volume et la fréquence des opérations d'open market.

Si les caractéristiques techniques du dispositif de réserves obligatoires diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre (voir le tableau 16), c'est en raison de l'importance plus ou moins grande accordée aux diverses fonctions, mais aussi des différences structurelles qui existent entre les systèmes financiers nationaux. Ces différences concernent principalement : a) la définition des exigibilités des banques qui constituent l'assiette des réserves obligatoires (type d'instrument, monnaie de support, catégorie d'établissements), b) la durée des périodes respectives de calcul et de constitution des réserves, et le décalage entre les deux, c) l'existence de dispositions prévoyant un calcul en valeur moyenne, d) le niveau de rémunération (qui est de zéro dans certains pays, positif mais inférieur au taux du marché dans d'autres, et proche de ce taux aux Pays-Bas seulement), e) le niveau des coefficients de réserves obligatoires et leur différenciation suivant le type d'exigibilités et f) la gamme des établissements assujettis au système. On a observé ces dernières années une tendance générale à la convergence des taux de réserves obligatoires vers des niveaux relativement plus bas, qui traduit en partie la nécessité de réduire les incitations à la désintermédiation financière ou à la délocalisation, incitations qui toutefois dépendent aussi de la mesure dans laquelle les réserves obligatoires sont rémunérées. Néanmoins, il y a encore des différences importantes entre les pays dans l'importance globale des réserves obligatoires, tant en pourcentage de l'assiette d'exigibilités que par rapport au PIB.

2.2 Les facilités permanentes

Si les facilités permanentes sont aujourd'hui utilisées moins largement que dans le passé, elles devraient néanmoins continuer de jouer un rôle important. Toutes les banques centrales de l'Union européenne, à la seule exception de la Banque d'Espagne, y recourent actuellement dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Il y a toutefois des différences importantes entre les pays dans le dosage qui est fait des diverses facilités, dans leurs principales caractéristiques et dans les fonctions qui leur sont assignées. Globalement, on distingue trois catégories principales : a) les possibilités de refinancement marginal à un taux de pénalisation, qui existent dans tous les pays sauf trois, b) les avances assorties d'un taux inférieur à celui du marché, qu'on trouve dans six pays et c) la faculté de constituer des dépôts à la banque centrale (ou autres formules ayant une fonction équivalente) qui est donnée aux banques dans six pays. La Belgique est le seul où ces trois sortes de facilités soient actuellement en usage.

Les possibilités de refinancement marginal contribuent généralement pour une part importante à un fonctionnement plus aisé du système de paiement, en assurant la couverture, à un taux de pénalisation, des déséquilibres que la compensation peut faire apparaître en fin de journée. De même, la faculté de constituer des dépôts, là où elle existe, permet de résorber l'excédent de liquidités. Dans les pays où ces deux facilités, ou seulement l'une d'entre elles, ne sont pas offertes, leurs fonctions peuvent être assurées par les opérations d'open market. Les concours accordés à des taux inférieurs à celui du marché, comme l'escompte, sont un instrument utilisé dans plusieurs pays, leur part dans l'ensemble des refinancements variant toutefois suivant les cas. Comme cette facilité est assortie de conditions privilégiées, les banques n'y ont accès, normalement, que dans la limite de plafonds individuels.

2.3 Les opérations d'open market

Les opérations d'open market ont pris une importance croissante au cours des dix dernières années dans la plupart des pays de l'Union, cette tendance ayant sa contrepartie dans l'utilisation de moins en moins fréquente des facilités permanentes pour l'apport de liquidités et dans la réduction des réserves obligatoires. La plupart des banques centrales recourent maintenant aux opérations d'open market à la fois d'une manière systématique et pour le « réglage fin » de la liquidité. Ces opérations présentent à leurs yeux un avantage important, celui de respecter les principes de l'économie de marché, puisqu'elles n'impliquent ni subventions, ni taxation implicite, et qu'elles font jouer les mécanismes du marché pour la fourniture de liquidités et l'envoi de signaux sur l'orientation de la politique suivie. Un autre aspect positif des opérations d'open market est qu'elles sont jugées favorables au développement de marchés monétaires intérieurs liquides.

Les pensions d'effets du marché intérieur se pratiquent maintenant dans tous les pays de l'Union et elles constituent chez la plupart d'entre eux le principal instrument de la politique monétaire. L'échéance des opérations va généralement d'un jour à un mois ; en Grèce, seule exception, elle peut atteindre six mois. Leur attrait tient au fait qu'elles s'accommodent d'une grande souplesse et que la banque centrale garde l'initiative dans le choix de la fréquence des opérations, du moment où elles sont effectuées, de l'échéance et du montant (ou bien du taux d'intérêt appliqué). Autres avantages encore, les pensions n'obligent pas autant à se préoccuper de la qualité de l'actif qui constitue le support de l'opération et elles ont des effets moins importants sur le prix de cet actif sur le marché par rapport à celui des autres catégories d'actifs.

Les opérations ferme d'open market se pratiquent actuellement dans cinq pays de l'Union européenne, mais elles ne jouent un rôle majeur dans la conduite de la politique monétaire qu'en Finlande, en Grèce et au Royaume-Uni. Elles portent principalement sur des effets publics, à échéance résiduelle de moins de trois mois, sauf en Italie où il peut s'agir aussi de titres à long terme ; en Finlande, les transactions se font sur du papier émis par la banque centrale et sur des certificats de dépôt émis par les banques et, au Royaume-Uni, les effets de commerce tiennent une place prépondérante.

Les reports de devises (combinaison d'une opération au comptant et d'une opération à terme) peuvent être utilisés dans la plupart des pays de l'Union, mais la banque centrale n'y recourt généralement que de manière occasionnelle, pour le réglage fin de la liquidité.

L'émission de papier à court terme par la banque centrale est autorisée dans sept pays, mais ce genre d'opération n'est effectué couramment que dans quatre d'entre eux (le Danemark, les Pays-Bas, la Finlande et le Royaume-Uni). Dans quatre pays (la Belgique, la Grèce, les Pays-Bas et la Finlande) la banque centrale peut opérer, soit comme prêteur, soit comme emprunteur, sur le marché monétaire. En Irlande et au Suède, elle a la faculté d'offrir des dépôts à terme.

Ce panorama général de la situation actuelle dans les pays de l'Union, en ce qui concerne les stratégies, les instruments et les techniques de la politique monétaire, montre d'abord qu'il y a une certaine tendance à la convergence vers un recours plus large aux instruments faisant jouer les lois du marché, encore qu'il subsiste des différences considérables entre les pays dans le type de dosage des instruments et dans les caractéristiques propres de chacun d'eux. En second lieu, les différences qu'on observe entre les stratégies monétaires des banques centrales prises individuellement sont, dans bien des cas, liées surtout à des facteurs historiques, aux particularités des systèmes financiers et à la diversité des situations économiques, ainsi qu'aux positions différentes des pays dans le cadre du SME.

Tableau 15

Stratégies monétaires, instruments et modalités de la politique

	B	DK	RFA	GR	ES	FR	
Stratégie monétaire^(a)	TC	TC	OM (M3)	TC, OM (M3)	OI, TC	TC, OM (M3)	
Réserves obligatoires permanentes comme instruments de la politique monétaire	non	non	oui	oui	oui	oui	
- Volume (en % du PIB) ^(b)	...	...	1,3	4,3	1,4	0,1	
- Rémunération	...	...	non	en partie	non	non	
Facilités permanentes^(c)							
- Concours accordés à des taux inférieurs ou analogues à ceux du marché (taux)	<input type="checkbox"/> (au-dessous du marché)	...	<input checked="" type="checkbox"/> (au-dessous du marché)	<input type="checkbox"/> (au-dessous du marché)	...	...
- Faculté de constitution de dépôts	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
- Refinancement marginal	<input type="checkbox"/>	...	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	...	<input type="checkbox"/>	
Opérations d'open-market							
1. <u>Types:</u> ^(c)							
- Opérations ferme ^(d)	<input type="checkbox"/>	■	...	■	...	<input checked="" type="checkbox"/>	
- Pensions d'effets du marché intérieur	■	■	■	<input type="checkbox"/>	■	■	
- Reports de devises	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	...	
2. <u>Fréquence des opérations:</u> ^(e)	■	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
3. <u>Procédures d'adjudication:</u> ^(c)							
- à taux préfixé	<input checked="" type="checkbox"/>	■	<input checked="" type="checkbox"/>	
- à taux de soumission	■	...	■	<input type="checkbox"/>	■	■	

Source : données nationales.

* Voir les notes à la page suivante.

(a) Position à fin 1994. TC = objectif de taux de change ; OI = objectif de taux d'inflation ; OM = objectif monétaire.

Pour les pays poursuivant des objectifs monétaires, on a indiqué entre parenthèses l'agrégat constituant le support de l'objectif.

(b) Rapport des réserves obligatoires constituées à la banque centrale au PIB nominal (chiffres à la mi-1994, sauf dans le cas du Portugal pour lequel on donne le chiffre à fin 1994).

(c) Importance comme instruments de fourniture (ou de retrait) de liquidités au marché (ou du marché): faible; moyenne; grande.

(d) Y compris les émissions de certificats de dépôt par la banque centrale, dans le cas du Danemark, des Pays-Bas et de la Finlande les dépôts à terme fixe dans le cas de l'Irlande et de la Suède, et la constitution ou l'acceptation de dépôts sur le marché interbancaire dans le cas de la Belgique, de la Grèce, des Pays-Bas et de la Finlande.

(e) Une fois par semaine environ; Plusieurs fois par semaine; Plus d'une fois par jour.

monétaire dans les pays membres *

	IRL	IT	PB	AU	P	FI	SU	RU
	TC	OM (M2)	TC	TC	TC	OI	OI	OI
	oui	oui	oui	oui	oui	oui	non	non
	1,3	6,7	3,7	2,8	1,8	1,3	...	...
	proche des taux du marché	en partie	proche des taux du marché	non	non	non	...	...
	...	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
	<input checked="" type="checkbox"/>	(proche des taux du marché) ...	(proche des taux du marché) ...	(proche des taux du marché) ...	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	...
	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<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"/>	<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 type="checkbox"/>	<input 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"/>	<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 type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

Tableau 16

Caractéristiques des systèmes de réserves obligatoires

(Situation à fin 1994)

	RFA	GR	
1. Taux de réserves	- Exigibilités à vue : 5 % - Autres exigibilités assujetties: 2%	- Exigibilités en monnaie nationale: 9% - Dépôts en devises des résidents et des immigrants: jusqu'à 100%	
2. Longueur de la période de calcul	1 mois	1 mois	
3. Longueur de la période de constitution	1 mois	1 mois	
4. Décalage ^(a)	15 jours	60 jours	
5. Clauses de calcul en valeur moyenne	oui	non	
6. Eligibilité des encaisses dans les réserves obligatoires	oui ^(c)	oui	
7. Faculté de report	non	oui ^(e)	
8. Rémunération	non	oui ^(g)	
	PB ^(j)	AU	
1. Taux de réserves	Modifiés fréquemment en fonction de l'évolution du marché monétaire	- Exigibilités à vue: 9% - Dépôts à terme ou d'épargne: < 1 an: 7% ≥ 1 an: 6% - Titres: < 2 ans: 6%	
2. Longueur de la période de calcul	3 mois ^(m)	1 mois ⁽ⁿ⁾	
3. Longueur de la période de constitution	variable	1 mois	
4. Décalage ^(a)	variable	15 jours	
5. Clauses de calcul en valeur moyenne	non	oui	
6. Eligibilité des encaisses dans les réserves obligatoires	non	oui	
7. Faculté de report	non	non	
8. Rémunération	oui ^(p)	non	

(a) Intervalle entre la fin de la période de calcul et la fin de la période de constitution.

(b) Les soldes journaliers ne peuvent être inférieurs à un pourcentage donné (91 % actuellement) de la moyenne mensuelle exigée.

(c) Les établissements de crédit peuvent déduire leurs avoirs moyens en billets et monnaies divisionnaires au cours de la période de constitution jusqu'à concurrence de 25 % des réserves exigées.

(d) Tout établissement de crédit est tenu de constituer un dépôt à 1 mois à la banque centrale le 20 de chaque mois. Ce dépôt est égal à 3 % du montant des exigibilités assujetties de l'établissement le dernier jour du mois précédent, diminuées de ses avoirs en billets et monnaies divisionnaires au même jour. A compter de mars 1995, les avoirs en billets et monnaies divisionnaires ne peuvent être pris en compte que dans la limite de 20% des réserves exigées.

(e) Seules les insuffisances de réserves peuvent être reportées.

(f) Les excédents de réserves peuvent être reportés jusqu'à concurrence de 90 % quand ils sont inférieurs à 2 % des réserves exigées. Le montant de l'excédent au-delà de ce dernier pourcentage peut être reporté dans la limite de 75 %. Les insuffisances de réserves ne peuvent être reportées.

(g) La moitié des réserves obligatoires sont rémunérés au taux de 12,5 %

(h) Les réserves obligatoires sont rémunérés à un taux égal à 80 % du rendement d'une sélection d'obligations publiques intérieures à court terme à échéance résiduelle de plus de six mois et de moins de trois ans et six mois. Le taux d'intérêt est ajusté au début de chaque période de constitution de réserves. Le taux d'intérêt servi sur les réserves obligatoires est normalement inférieur au taux interbancaire à un mois. Toutefois, si la courbe des rendements vient à présenter une pente très forte, le taux servi peut dépasser le taux de l'argent à un mois.

dans les pays membres *

	ES	FR	IRL	IT
	2%	- Dépôts à vue et comptes sur livrets: 1% - Autres exigibilités assujetties: 0,5%	3%	15%
	10 jours	1 jour	1 jour	1 mois
	10 jours	1 mois	1 mois	1 mois
	2 jours	15 jours	50 jours	45 jours
	oui	oui	non	oui ^(b)
	non	oui	oui ^(d)	non
	non	oui ^(f)	non	non
	non	non	oui ^(h)	oui ⁽ⁱ⁾

	P	FI	RU ^(k)	B/DK/LU/SU
	2%	- Dépôts à vue et à terme. < 1 mois: 2% - Autres dépôts: 1.5% - Autres exigibilités: 1 %	0,35% ^(l)	Pas de réserves obligatoires actuellement
	7 jours	1 jours	6 mois ^(o)	-
	7 jours	1 mois	6 mois	-
	3 jours	60 jours	6 mois environ	-
	oui	non	non	-
	non	non	non	-
	non	non	non	-
	non	non	non	-

- (i) Les réserves obligatoires sont rémunérées à 5,5 %, les excédents à 0,5 %.
- (j) Les indications de cette colonne concernent les réserves obligatoires liées à la situation du marché monétaire
- (k) Les indications de cette colonne concernent les dépôts à la banque centrale au titre du coefficient de trésorerie
- (l) 0,25 % pour les exigibilités assujetties des agences en Irlande du Nord des banques dont le lieu principal d'activité au Royaume-Uni est l'Irlande du Nord.
- (m) Le montant des exigibilités assujetties est identique à celui sur la base duquel la banque centrale détermine le « plafond d'emprunt » à la banque centrale. Ce plafond d'emprunt est, pour chaque banque, le montant moyen de son endettement envers la banque centrale au cours d'une période de trois mois et il est calculé sur la base d'une moyenne du passif des banques sur les trois fins de mois (civil) précédentes.
- (n) Les réserves obligatoires sont calculées sur la base de la moyenne des exigibilités assujetties aux 23^e et dernier jours du mois précédent et aux 7^e et 15^e jours du mois de déclaration.
- (o) Le niveau des dépôts qu'un établissement est tenu de constituer est calculé deux fois par an (en avril et octobre) ; il est de 0,35 % de la moyenne des exigibilités assujetties déclarées pour les six fins de mois (civil) précédentes.
- (p) Moyenne pondérée du taux des prêts garantis et du taux des avances spéciales.

RÈGLEMENT DE PROCÉDURE DE L'IME

Le Conseil de l'Institut monétaire européen, ci-après qualifié respectivement de « Conseil » et d'« IME »,

- vu le traité instituant la Communauté européenne modifié par le traité sur l'Union européenne, ci-après dénommé le « traité », et en particulier l'article 109f de celui-ci,
- vu le Protocole sur les statuts de l'Institut monétaire européen, ci-après dénommé les « statuts », et en particulier ses articles 9 et 10,

adopte par les présentes le Règlement de procédure de l'IME qui suit :

Article 1 – Le traité et les statuts

Le présent règlement de procédure complète le traité et les statuts, et les termes utilisés dans ledit règlement de procédure ont la signification qu'ils ont dans le traité et les statuts. Les références aux articles concernent ceux des statuts, sauf indication contraire.

Article 2 – Le Vice-président (ou la Vice-présidente)

Le (ou la) Vice-président(e) est élu(e) par le Conseil et choisi(e) parmi les gouverneurs. Au cas où le (ou la) Vice-président(e) n'irait pas jusqu'au terme de son mandat, le Conseil élit un nouveau (une nouvelle) Vice-président(e) pour la période restant à courir.

Article 3 – Date et lieu des réunions du Conseil

3.1 Le Conseil se réunit au moins dix fois par an. La date des réunions est fixée par le Conseil sur proposition du (de la) Président(e).

3.2 Le (la) Président(e)¹ peut aussi convoquer des réunions du Conseil :

- quand il/elle le juge nécessaire,
- à la demande d'un membre du Conseil, après consultation des autres membres.

Le Président convoque une réunion du Conseil si trois membres au moins le demandent.

3.3 Le Conseil tient en principe ses réunions dans les locaux de l'IME.

3.4 Dans des circonstances exceptionnelles, à déterminer par le Président, des réunions peuvent aussi se tenir par voie de téléconférences.

Article 4 – Assistance aux réunions du Conseil

4.1 Chaque gouverneur peut être accompagné aux réunions du Conseil du membre du Comité des suppléants qu'il a désigné conformément à l'article 7 du présent Règlement de procédure et d'un(e) représentant(e) supplémentaire de son institution. Dans des circonstances particulières, un gouverneur peut décider que le membre du Comité des suppléants susvisé sera remplacé à la réunion, ou pour une partie de celle-ci, par un autre haut fonctionnaire de son choix de sa banque centrale.

¹ Dans la suite de la version française de ce règlement de procédure, le terme « président » sera employé en lieu et place de « président(e) » et le terme « vice-président » en lieu et place de « vice-président(e) ». (Note du traducteur).

4.2 Le Président peut être accompagné du Directeur général, de trois chefs de département, au plus, et, si l'ordre du jour l'exige, de trois autres membres, au plus, du personnel de l'IME.

4.3 Le Président du Conseil de l'Union européenne peut être accompagné du Secrétaire général du Conseil de l'Union européenne ou de son (sa) représentant(e). Le membre de la Commission des Communautés européennes représentant son institution peut être accompagné d'un membre du personnel de la Commission.

4.4 Le Conseil peut, s'il le juge opportun, inviter à ses réunions les présidents des sous-comités et des groupes de travail visés à l'article 10 du présent Règlement de procédure.

4.5 Le Conseil peut aussi, s'il le juge opportun, inviter d'autres personnes à ses réunions, et en particulier le président du Comité monétaire, visé à l'article 109c du traité.

Article 5 – Modalités de vote

5.1 Si un membre du Conseil est empêché d'assister à une réunion ou à une partie de celle-ci, il désigne un(e) autre représentant(e) de son institution qui agira et votera pour son compte. Cela doit être notifié au Président.

5.2 Pour que le Conseil puisse voter, il faut un quorum des deux tiers de ses membres ou de leurs représentants.

5.3 Les décisions peuvent aussi être prises selon la procédure écrite, à moins que trois membres du Conseil au moins n'y fassent objection. Les décisions ainsi prises doivent être consignées au procès-verbal résumé, mentionné à l'article 6.2 du présent Règlement de procédure, de la réunion suivante du Conseil.

5.4 L'abstention de membres du Conseil ou de leurs représentants n'empêche pas l'adoption par le Conseil des actes pour lesquels l'unanimité est requise.

5.5 Dans les cas où le Conseil adopte un avis à la majorité requise par le traité et les statuts, la minorité dissidente a le droit de faire consigner sa propre opinion dans un document y annexé.

5.6 Il ne peut y avoir de vote à bulletin secret que pour les affaires de caractère personnel.

Article 6 – Organisation des réunions du Conseil

6.1 L'ordre du jour de chaque réunion est adopté par le Conseil. Un ordre du jour provisoire est rédigé par le Président et il est envoyé, avec les documents qui s'y rapportent, aux membres du Conseil et aux participants, dans les conditions prévues à l'article 11, huit jours au moins avant la réunion, sauf dans les situations d'urgence, auquel cas le Président agit selon ce que lui paraissent imposer les circonstances. Le Conseil peut, sur proposition du Président ou d'un de ses membres, décider de retirer des points de l'ordre du jour provisoire ou d'y ajouter des points supplémentaires. Un point est retiré de l'ordre du jour, à la demande de trois membres du Conseil au moins, si les documents qui s'y rapportent n'ont pas été envoyés aux membres en temps voulu.

6.2 Un procès-verbal résumé des débats du Conseil est adressé à ses membres pour approbation à la prochaine réunion.

Article 7 – Le Comité des suppléants

7.1 Il est créé par la présente un Comité des suppléants qui contribue à la préparation des réunions du Conseil et établit son ordre du jour en conséquence.

7.2 Le Comité des suppléants est composé de hauts fonctionnaires des banques centrales nommés par leurs gouverneurs respectifs. Tout membre du Comité peut être accompagné aux réunions du Comité d'un autre représentant de son institution.

7.3 Le Comité des suppléants est présidé par le Directeur général. Celui (celle-ci) peut être accompagné(e) de trois chefs de département, au plus, et, si l'ordre du jour le réclame, de trois autres membres, au plus, du personnel de l'IME. En l'absence du Directeur général, le Comité des suppléants est présidé par le suppléant le plus ancien.

Article 8 – Organisation de l'IME

Le Conseil, agissant sur proposition du Président formulée après consultation de ses membres, décide :

- de l'organisation par départements de l'IME,
- de la nomination du directeur général et des chefs de département,
- des conditions d'emploi du personnel de l'IME.

Article 9 – Le Comité financier

9.1 Il est créé par la présente un Comité financier, composé du Vice-président et des deux membres les plus anciens du Conseil. La durée de leur mandat est d'un an. A l'expiration de ce mandat, les deux membres du Conseil venant immédiatement après dans l'ordre d'ancienneté deviennent membres du Comité financier.

9.2 Si un membre du Comité financier ne va pas jusqu'au terme de son mandat, le Conseil désigne un nouveau membre pour la période restant à courir, suivant la même règle, à moins que cette période ne soit inférieure à six mois. Dans ce dernier cas, le nouveau membre exerce ses fonctions pendant la période qui restait à courir pour son prédécesseur et pendant une période supplémentaire d'un an.

9.3 Le Comité financier, qui est présidé par le Vice-président,

- examine le projet de budget annuel établi par le Président à l'intention du Conseil et les comptes annuels, ainsi que les états périodiques des dépenses engagées par l'IME pendant l'exercice,
- donne son avis au Conseil sur ces documents.

Article 10 – Les Sous-comités et les groupes de travail

10.1 Le Conseil, agissant sur proposition du Président, peut créer des sous-comités et des groupes de travail dans des domaines particuliers, définir leurs mandats et nommer leurs présidents.

10.2 Indépendamment de ce que dispose l'article 10.1 du présent Règlement de procédure, le Président a le droit d'autoriser la tenue de réunions ad hoc entre l'IME et des représentants de banques centrales nationales.

Article 11 – Confidentialité des travaux

11.1 Les débats du Conseil et de tout comité ou groupe créé par le Conseil sont confidentiels, à moins que celui-ci, statuant à l'unanimité, n'autorise le Président à rendre publics les résultats de ses délibérations.

11.2 Sans préjudice des articles 11.3 et 17.3, tous les documents rédigés par l'IME sont confidentiels, à moins que le Conseil n'en décide autrement.

11.3 Les banques centrales nationales veillent à ce que leurs représentants soient tenus, en ce qui concerne leurs activités dans le cadre de l'IME, à la même obligation de secret que les membres du personnel de l'IME.

Article 12 – Rapport annuel

Le rapport annuel de l'IME visé à l'article 11.3 est adopté par le Conseil au premier trimestre de l'exercice financier qui suit ; il est publié dans les langues officielles de la Communauté européenne au cours du quatrième mois dudit exercice.

Article 13 – Disposition finale

Le présent Règlement peut être modifié de temps à autre, et ce quand la nécessité s'en fait jour.

GLOSSAIRE

Accès à distance à un STFB : un établissement de crédit a l'accès à distance à un système de transfert de fonds entre banques si son siège — ou l'une de ses succursales — a un accès direct à un système de ce genre installé dans un autre pays sans y être matériellement présent.

Accord de Bâle – Nyborg : accord conclu à Bâle, le 8 septembre 1987, par les gouverneurs de banques centrales des pays membres de la CEE, relatif à des mesures visant à renforcer les mécanismes de fonctionnement du SME (allongement de la durée du financement à très court terme, extension de l'éligibilité des interventions aux mécanismes de financement et possibilités plus grandes d'utilisation de l'écu) et à l'utilisation des instruments qui doivent permettre de contrecarrer les tensions sur les marchés (flexibilité des taux de change à l'intérieur de la marge de fluctuation, modifications des taux d'intérêt, interventions et ajustement en temps opportun des parités centrales). Cet accord a été approuvé par les ministres des Finances et les gouverneurs de banques centrales de la CEE lors de leur réunion informelle, à Nyborg, du 12 septembre 1987.

Acte d'adhésion : traité conclu entre l'Union européenne et les pays de l'AELE ayant demandé à en faire partie : l'Autriche, la Finlande, la Norvège et la Suède ; il détermine les conditions d'adhésion à l'Union européenne. Les négociations menées pour l'élargissement de l'Union se sont officiellement achevées en avril 1994. L'Acte d'adhésion a été signé à l'occasion de la réunion du Conseil européen, à Corfou, en juin 1994 et il est entré en vigueur le 1er janvier 1995, pour l'Autriche, la Finlande et la Suède après ratification des Parlements de ces pays.

Adjudications à taux fixe : adjudications par la banque centrale de concours assortis d'un taux d'intérêt annoncé à l'avance (par opposition aux adjudications à taux variable)

Agent de règlement : établissement entreprenant le règlement final d'une compensation pour le compte de tous les participants.

Centrale des risques : fichier informatisé destiné à fournir aux banques commerciales, aux banques centrales et autres autorités de tutelle des données concernant l'endettement des entreprises et des particuliers à l'égard de l'ensemble du système bancaire.

Comité de Bâle sur la surveillance bancaire : comité groupant les organismes de contrôle des banques, qui a été créé en 1975 par les gouverneurs de banques centrales du Groupe des Dix. Il comprend de hauts fonctionnaires des organismes de contrôle des banques et des banques centrales de l'Allemagne, de la Belgique, du Canada, des Etats-Unis, de la France, de l'Italie, du Japon, du Luxembourg, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de la Suède et de la Suisse. Il se réunit habituellement à la Banque des règlements internationaux, à Bâle.

Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements : créé par le Conseil des ministres, afin de développer la coopération dans le domaine des statistiques entre les instituts de statistiques de l'Espace économique européen (EEE) et la Commission européenne, d'une part, et les banques centrales de l'EEE et l'Institut monétaire européen, d'autre part, ainsi que pour donner des avis sur les questions de statistiques à toutes les parties concernées.

Correspondants (Système des →) : accord en vertu duquel une banque assure des paiements et autres services pour une autre banque. Les règlements effectués par l'intermédiaire de correspondants le sont souvent par inscription sur des comptes réciproques (appelés comptes « nostro » et « loro ») qui peuvent être assortis d'ouvertures de crédits permanentes. Les services des correspondants sont essentiellement transfrontière.

Directive concernant la liquidation : directive concernant la coordination des lois, règlements et textes administratifs relatifs à la réorganisation et à la liquidation des établissements de crédit, qui a été proposée par la Commission européenne, le 11 janvier 1988, (proposition modifiée) et qui fait encore l'objet de négociations au Conseil de l'Union européenne.

Ecu officiel : les écus officiels sont créés par voie d'opérations de swap contre 20 % du montant des avoirs en dollars et en or des banques centrales participant au SME. La valeur de l'écu est une moyenne pondérée de la valeur des monnaies qui le composent. La composition de l'écu par monnaie a été bloquée le 1er novembre 1993, jour de l'entrée en vigueur du traité sur l'Union européenne.

Groupe de concertation : groupe composé d'experts en matière de change des banques centrales des pays membres de l'Union européenne, de la Norvège, de la Suisse, du Japon, du Canada et des Etats-Unis. Ce groupe procède, à intervalles réguliers, à des échanges d'informations sur l'évolution des marchés de change.

Groupe de surveillance : groupe composé d'experts en matière de change des banques centrales de l'Union européenne, qui examinent la situation économique et monétaire du moment, ainsi que les politiques suivies, pour apprécier la manière dont fonctionne le SME.

Interventions à la marge : interventions effectuées par les banques centrales dont les monnaies se trouvent respectivement au plancher et au plafond de leurs marges d'intervention bilatérales.

Intervention intramarginale : intervention effectuée par une banque centrale pour soutenir sa monnaie quand le taux de change est encore à l'intérieur de sa marge de fluctuation.

Marges de fluctuation dans le MCE : limites inférieure et supérieure des taux de change bilatéraux, à l'intérieur desquelles les monnaies participant au MCE peuvent fluctuer.

Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) : aux termes de la Directive 85/611/CEE, ce sont des organismes dont le seul objet est le placement collectif en valeurs mobilières transférables de fonds collectés auprès du public. Les parts émises par les OPCVM sont rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à la demande des porteurs, par prélèvement sur les actifs de ces organismes.

Paiements de montant élevé : paiements de montant normalement très supérieur à 100 000 écus, qui s'effectuent surtout entre banques ou opérateurs sur les marchés financiers et doivent être réglés d'urgence et à temps. C'est ainsi que les opérations de règlement dans les systèmes à règlement net sont considérées comme des paiements de montant élevé, quel qu'en soit le montant, parce qu'elles doivent être effectuées à un moment très précis.

Participants (ou accès) directs aux STFB : participants à un système de transfert de fonds entre banques qui sont responsables envers l'agent de règlement (ou envers tous les autres participants directs) du règlement de leurs propres paiements, de ceux de leur clientèle et de ceux des participants indirects pour le compte de qui ils effectuent le règlement.

Procédure de concertation : désigne le cadre dans lequel les experts participant au Groupe de concertation échangent des informations sur l'évolution des marchés.

Réalignements : modifications du taux central en écus et des taux bilatéraux d'une ou plusieurs monnaies participant au mécanisme de change du SME.

Règlement-livraison : dispositif permettant à deux opérateurs ou plus d'exécuter en même temps deux ordres de transfert relatifs à la même transaction. Par exemple, dans le cas d'une opération sur titres, le système permettra aux parties de régler simultanément les titres et les fonds correspondants.

Règle (ou accord) de contribution à la liquidité : accord entre les participants à un système de compensation pour la répartition de tout risque de liquidité pouvant apparaître quand un ou plusieurs participants ne remplissent pas leurs obligations ; l'accord indique la manière dont seront déterminées les contributions entre les parties concernées en cas de mise en jeu dudit accord.

Règle (ou accord) de partage des pertes : accord entre les participants à un système de compensation pour la répartition de toute perte pouvant apparaître quand un ou plusieurs participants ne remplissent pas leurs obligations ; l'accord détermine la manière dont la perte sera partagée entre les parties s'il vient à jouer.

Règle « zéro heure » : disposition de la législation sur les faillites qui rend rétroactivement sans effet les opérations qu'un établissement fermé aurait effectuées après 0 heure le jour où il est tenu de cesser son activité.

Risque de règlement : terme général désignant à la fois le risque de crédit et le risque de liquidité dans un système de transfert de fonds, à savoir le risque de voir une des parties ne pas satisfaire à une ou plusieurs de ses obligations soit envers ses contreparties soit envers un agent de règlement ou une institution de règlement.

Seconde directive de coordination bancaire : directive, adoptée le 15 décembre 1989 (89/646/CEE), qui traite de la coordination des lois, règlements et textes administratifs concernant l'accès à l'activité des établissements ayant leur siège dans l'Union européenne et l'exercice de cette activité. Elle modifie la première Directive de coordination bancaire, adoptée en 1977 (77/780/CEE).

Système à règlement brut en temps réel (RBTR) : système de transfert de fonds dans lequel les ordres sont traités un par un, à mesure de leur arrivée, et qui assure l'exécution immédiate de tous les paiements à condition que les fonds soient disponibles ou que le compte du donneur d'ordre chez l'agent de règlement soit assorti d'une possibilité de découvert.

Système à règlement net : système de transfert de fonds entre banques dans lequel les paiements sont échangés durant la journée (ou pendant une partie de la journée) et réglés par solde en fin de séance (ou, plus rarement, plusieurs fois par jour).

Système de transfert de fonds : dispositif formel établi par contrat privé ou en vertu d'un texte officiel, impliquant de multiples participants, des règles communes et des modalités normalisées, pour la transmission et le règlement des obligations portant sur une somme d'argent nées entre les participants.

Système de transfert de fonds entre banques (STFB) : système de transfert de fonds dans lequel la plupart (ou la totalité) des participants sont des établissements de crédit.

Taux central bilatéral : parité officielle entre les monnaies de chaque groupe de deux pays participant au MCE, autour de laquelle est définie la marge de fluctuation.

ABRÉVIATIONS

Pays¹

B	Belgique
DK	Danemark
RFA	Allemagne
GR	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IRL	Irlande
IT	Italie
LU	Luxembourg
PB	Pays-Bas
AU	Autriche
P	Portugal
FI	Finlande
SU	Suède
RU	Royaume-Uni
JP	Japon
EU	Etats-Unis

Devises

BEF/LUF	franc belge/luxembourgeois
DKK	couronne danoise
DEM	deutschemark
GRD	drachme
ESP	peseta
FRF	franc français
IEP	livre irlandaise
ITL	lire
NLG	florin
ATS	schilling
PTE	escudo
FIM	mark finlandais
SEK	couronne suédoise
GBP	livre sterling
JPY	yen
USD	dollar

¹ 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 ABRÉVIATIONS

ABE	Association bancaire pour l'écu
BCE	Banque centrale européenne
BRI	Banque des règlements internationaux
CEE	Communauté économique européenne
CHAPS	Clearing House Automated Payments System (Système de paiement automatisé de la chambre de compensation)
ECOFIN (Conseil)	Conseil des communautés européennes (affaires économiques et financières)
EEE	Espace économique européen
EUROSTAT	Office statistique de l'Union européenne
FECOM	Fonds européen de coopération monétaire
FMI	Fonds monétaire international
IME	Institut monétaire européen
IML	Institut monétaire luxembourgeois
LIFFE	London International Financial Futures Exchange (Marché international de Londres des contrats à terme sur produits financiers)
MATIF	Marché à terme d'instruments financiers
MCE	Mécanisme de change du Système monétaire européen
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
PIB	Produit intérieur brut
RBTR	Système à règlement brut en temps réel
SEBC	Système européen de banques centrales
SME	Système monétaire européen
SITF	Système interbancaire de transfert de fonds
TARGET	Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System (Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel)
UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
2 DCB	Seconde directive de coordination bancaire

LISTE DES DOCUMENTS PUBLIÉS PAR L'IME (*)

« Évolution récente de l'utilisation de l'écu privé : analyse statistique », sous-comité de politique des changes, mars 1993

« Normes minimales pour les systèmes de paiement internes », Groupe de travail sur les systèmes de paiement, novembre 1993

« Évolution récente de l'utilisation de l'écu privé : enquête statistique », sous-comité de politique des changes, février 1994

« Les cartes prépayées », Groupe de travail sur les systèmes de paiement, mai 1994

« Livret d'information », octobre 1994

« Note sur les intentions de l'IME en matière de paiements transfrontière dans la phase 3 », Groupe de travail sur les systèmes de paiement, novembre 1994

« L'évolution des systèmes de paiement dans l'Union européenne en 1994 », Groupe de travail sur les systèmes de paiement, février 1995

(*) Certains de ces documents ont été publiés en 1993 par le Comité des gouverneurs de banques centrales des États membres de la CEE.

MEMBRES DU CONSEIL DE L'IME

A. Lamfalussy	Président de l'IME
L. Rojo	Banque d'Espagne; Vice-président de l'IME ¹
A. Verplaetse	Banque nationale de Belgique
E. Hoffmeyer (jusqu'au 31 décembre 1994) B. Andersen (depuis le 1 ^{er} janvier 1995)	Banque nationale du Danemark
H. Tietmeyer	Banque fédérale d'Allemagne
Y. Bouts (jusqu'au 26 octobre 1994) L. Papademos (depuis le 26 octobre 1994)	Banque de Grèce
J.C. Trichet	Banque de France
M. Doyle (jusqu'au 30 avril 1994) ² M. O'Connell (depuis le 1 ^{er} mai 1994)	Banque Centrale d'Irlande
A. Fazio	Banque d'Italie
P. Jaans	Institut monétaire luxembourgeois
W. Duisenberg	Banque des Pays-Bas
M. Schaumayer (depuis le 1 ^{er} janvier 1995)	Banque nationale d'Autriche
M. Beleza (jusqu'au 28 juin 1994) A. de Sousa (depuis le 28 juin 1994)	Banque du Portugal
S. Hämäläinen (depuis le 1 ^{er} janvier 1995)	Banque de Finlande
U. Bäckström (depuis le 1 ^{er} janvier 1995)	Banque de Suède
E. George	Banque d'Angleterre

¹ Depuis juillet 1994

² Vice-président de l'IME de janvier à avril 1994

MEMBRES DE LA DIRECTION DE L'IME

A. Lamfalussy	Président
R. Raymond	Directeur général

Chefs de département

H. K. Scheller	Secrétaire général
G. J. Hogeweg	Département monétaire, économique et de statistiques
P.W. Schlüter	Département de l'administration
J. Etherington	Département des systèmes d'information et de communication

COMITÉ FINANCIER

L. Rojo	Banque d'Espagne
E. Hoffmeyer (jusqu'au 31 décembre 1994)	Banque nationale du Danemark
W. Duisenberg	Banque des Pays-Bas
A. Verplaetse (depuis le 1 Janvier 1995)	Banque nationale de Belgique

PRÉSIDENTS DES SOUS-COMITÉS ET DES GROUPES DE TRAVAIL

L. Papademos (jusqu'au 6 janvier 1995) J. J. Rey (depuis le 9 janvier 1995)	Sous-comité de politique monétaire
F. Saccomanni	Sous-comité de politique des changes
B. Quinn	Sous-comité de surveillance bancaire
T. Padoa-Schioppa	Groupe de travail sur les systèmes de paiement dans l'Union européenne
A. Jarvis	Groupe de travail sur l'impression et l'émission d'un billet de banque européen
K. Hanau	Groupe de travail sur les statistiques
H. Heemskerk	Groupe de travail sur les questions comptables
Y. Barroux	Groupe de travail sur les systèmes d'information

