

La politique monétaire de la BCE

2001



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

© **Banque centrale européenne, 2001**

Adresse	Kaiserstrasse 29 D-60311 Francfort sur le Main Allemagne
Adresse postale	Boîte postale 16 03 19 D-60066 Francfort sur le Main Allemagne
Téléphone	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Télécopie	+49 69 1344 6000
Télex	411 144 ecb d

La présente publication a été préparée sous la responsabilité du Directoire de la BCE.

La traduction a été effectuée par la Banque de France avec le concours de la Banque nationale de Belgique.

Tous droits réservés. Les reproductions à usage éducatif et non commercial sont cependant autorisées en citant la source.

Les statistiques figurant dans cette publication ont été arrêtées en décembre 2000.

ISBN 92-9181-256-0

Sommaire

Avant-propos	7
<hr/>	
Chapitre 1	
<i>Le cadre institutionnel de la politique monétaire unique</i>	9
<hr/>	
Chapitre 2	
<i>Les structures économiques et financières de la zone euro</i>	13
2.1 Les principaux traits de l'économie réelle	13
2.2 Le marché du travail	15
2.3 Le secteur public	17
2.4 Le commerce extérieur	20
2.5 La structure financière	22
2.6 Les marchés de capitaux	27
2.7 Les intermédiaires financiers	31
<hr/>	
Chapitre 3	
<i>La stratégie de politique monétaire de la BCE</i>	37
3.1 La stabilité des prix, objectif principal de la politique monétaire unique	37
3.2 Le mécanisme de transmission de la politique monétaire	41
3.3 L'analyse des risques pesant sur la stabilité des prix dans le cadre de la stratégie de politique monétaire de la BCE axée sur la stabilité	46
3.4 Responsabilité, transparence et communication	57
<hr/>	
Chapitre 4	
<i>La mise en œuvre de la politique monétaire</i>	61
4.1 Les principes généraux et les objectifs à l'origine de la définition du cadre opérationnel	61
4.2 Vue d'ensemble du cadre opérationnel de l'Eurosystème	63
4.3 Les opérations d' <i>open market</i>	67
4.4 Les réserves obligatoires	71
4.5 Les facilités permanentes	75
4.6 La liquidité de banque centrale et les besoins de refinancement du système bancaire	75
4.7 Le fonctionnement du cadre opérationnel en 1999 et 2000	80

Chapitre 5

Les décisions de politique monétaire prises en 1999 et en 2000 83

5.1 Les principales évolutions 83

5.2 Une première évaluation 90

Annexe 1 Extraits du Traité instituant la Communauté européenne 93

Annexe 2 Protocole sur les statuts du Système européen
de banques centrales et de la Banque centrale européenne 111

Glossaire 131

Bibliographie 149

Index 155

Tableaux

2.1 Principales caractéristiques de l'économie réelle de la zone euro
en 2000 14

2.2 Taux d'activité par sexe et par tranches d'âge
dans la zone euro et aux États-Unis 17

2.3 Échanges de biens de la zone euro en 2000 21

2.4 Placements financiers et financement des agents non financiers
dans la zone euro à la mi-2000 24

2.5 Encours de titres de créance à court terme libellés en euros
émis par les résidents de la zone euro 29

2.6 Encours de titres de créance à long terme libellés en euros
émis par les résidents de la zone euro 29

2.7 Encours de titres de créance libellés en monnaies nationales
émis par les résidents de la zone euro,
des États-Unis et du Japon à fin 2000 30

2.8 Capitalisation boursière dans la zone euro,
aux États-Unis et au Japon 30

2.9 Nombre de sociétés nationales ou étrangères cotées en bourse
dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon 31

2.10 Nombre d'institutions financières monétaires dans la zone euro 32

2.12 Dépôts et prêts bancaires dans la zone euro,
aux États-Unis et au Japon à fin 2000 35

4.1 Opérations d'*open market*
et facilités permanentes de l'Eurosystème 64

4.2 Engagements des établissements de crédit
inclus dans l'assiette des réserves 72

4.3 Structure du bilan d'une banque centrale 77

4.4 Contributions à la liquidité du système bancaire 79

Graphiques

1.1	Système européen de banques centrales	10
2.1	Ventilation par tranches d'âge de la population totale en 2000	15
2.2	Chômage dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	16
2.3	Déficit et dette des administrations publiques dans la zone euro	18
2.4	Pondérations des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro dans les échanges et le taux de change effectif	22
2.5	Fonctions des systèmes financiers	23
2.6	Part respective des différentes composantes de M3 à fin 2000	34
2.7	Ventilation du bilan consolidé des IFM de la zone euro (Eurosystème inclus) à fin 2000	35
3.1	Illustration du mécanisme de transmission des taux d'intérêt sur les prix	43
3.2	La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de la BCE	47
4.1	Taux d'intérêt directeurs de la BCE et Eonia	67
4.2	Fonctionnement du système de réserves obligatoires de l'Eurosystème	74
4.3	Recours aux facilités permanentes en 1999 et 2000	76
4.4	Recours aux facilités permanentes au cours d'une période de constitution des réserves	76
4.5	Opérations principales de refinancement et opérations de refinancement à plus long terme, en volume	81
4.6	Réserves obligatoires et facteurs autonomes	81
5.1	Croissance de M3 et valeur de référence	84
5.2	MI et concours au secteur privé	85
5.3	Inflation mesurée par l'IPCH	86
5.4	Taux de change effectif nominal de l'euro et cours du pétrole	87
5.5	PIB en volume, production industrielle et indice de confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro	88

Encadrés

2.1	Dispositions institutionnelles pour des finances publiques saines au niveau de l'UE	19
2.2	Les marchés de capitaux : quelques termes clés	26
2.3	Les agrégats monétaires	33
3.1	La construction et les caractéristiques de l'IPCH	40
3.2	Les stratégies alternatives de politique monétaire	48
3.3	La valeur de référence de la BCE pour la croissance monétaire	50
3.4	Les statistiques relatives aux évolutions économiques de la zone euro	53
3.5	Les activités de communication de la BCE	59
4.1	Les contreparties et les garanties	65
4.2	Les différents types d'opérations d' <i>open market</i>	70

Avant-propos

Le 1^{er} janvier 1999, après que des travaux préparatoires de grande ampleur ont été menés à bien, la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM) a débuté, la politique monétaire unique dans la zone euro incombant à la Banque centrale européenne (BCE). Cette date marquait le parachèvement d'années d'efforts visant à créer un cadre durable pour la stabilité monétaire en Europe et représentait également une étape majeure dans le contexte plus vaste de l'intégration économique et politique européenne.

Le Traité instituant la Communauté européenne, modifié par le Traité sur l'Union européenne, établit un cadre institutionnel solide pour l'élaboration des politiques économiques au sein de l'Union. Dans ce cadre, la responsabilité de la politique monétaire est confiée à une institution indépendante, la BCE, à laquelle est assigné comme objectif premier le maintien de la stabilité des prix. Maintenir la stabilité des prix est la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à un environnement de stabilité économique de nature à favoriser les objectifs de plus grande portée de la Communauté européenne, c'est-à-dire la croissance économique et la création d'emplois.

En 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé sa stratégie de politique monétaire, destinée à remplir le mandat assigné par le Traité. Cette stratégie repose sur une définition quantitative de l'objectif de stabilité des prix. Cette définition fournit un point d'ancrage aux anticipations d'inflation et fixe une référence à l'appui de laquelle le public peut évaluer les résultats atteints par la BCE. En annonçant cette définition, le Conseil des gouverneurs a souligné que l'objectif de stabilité des prix s'inscrivait dans une perspective de moyen terme. En outre, la stratégie décrit le cadre d'analyse permettant au Conseil des gouverneurs de prendre les décisions appropriées pour le maintien de la stabilité des prix. Le cadre pour l'évaluation des risques entourant la stabilité des prix repose sur deux piliers. Le premier assigne un rôle de premier plan à la monnaie et comprend, notamment, l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance monétaire, en liaison avec l'origine monétaire de l'inflation à moyen et long termes. En vertu du second pilier de la stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs procède régulièrement au suivi et à l'analyse d'une large gamme d'autres indicateurs économiques et financiers ayant une incidence sur l'évolution des prix à court et moyen termes.

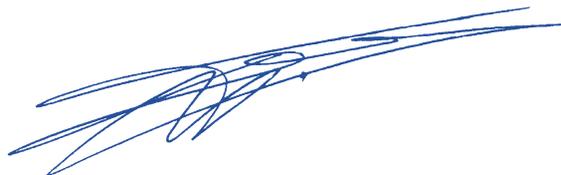
Mener une politique monétaire appropriée dans un environnement incertain constitue un défi pour toute banque centrale. Les incertitudes entourant les relations entre variables économiques et d'éventuelles modifications de la structure de l'économie sont particulièrement présentes dans le cas d'une zone monétaire nouvellement créée et marquée par la diversité. La stratégie de politique monétaire de la BCE fournit une base solide pour faire face à ces incertitudes.

L'approche adoptée par la BCE en matière d'élaboration de la politique monétaire a naturellement suscité un grand intérêt et a fait l'objet d'examen minutieux. La présente publication a pour objet de fournir au public une vue

d'ensemble exhaustive de la politique monétaire de la BCE et de son contexte économique et institutionnel. Elle doit être considérée comme un complément aux publications régulières de la BCE, telles que le *Bulletin mensuel* et le *Rapport annuel*, ainsi que diverses publications portant sur des sujets spécifiques. L'ensemble de ces publications est disponible sur le site internet de la BCE (<http://www.ecb.int>).

La présente publication s'articule de la façon suivante : le chapitre 1 résume les aspects institutionnels les plus pertinents pour une compréhension de la politique monétaire de la BCE ; le chapitre 2 fournit un aperçu des grandes structures économiques et financières de la zone euro ; le chapitre 3 présente la stratégie de politique monétaire de la BCE ; le chapitre 4 explique les modalités de mise en œuvre des décisions de politique monétaire à l'aide des instruments de politique monétaire à la disposition de la BCE ; et le chapitre 5 expose la façon dont a été conduite la politique monétaire durant les deux premières années de la phase III de l'UEM.

Francfort sur le Main, août 2001

A handwritten signature in blue ink, consisting of several overlapping, fluid strokes that form a complex, cursive shape. The signature is positioned below the date and above the name.

Willem F. Duisenberg

I Le cadre institutionnel de la politique monétaire unique

Depuis le 1^{er} janvier 1999, la Banque centrale européenne (BCE) assume la responsabilité de la conduite de la politique monétaire dans la zone euro, deuxième pôle économique du monde après les États-Unis. Le transfert de la responsabilité en matière de politique monétaire des onze banques centrales nationales (passées au nombre de douze, en raison de la participation de la Grèce, à compter du 1^{er} janvier 2001) à une nouvelle institution supranationale a constitué un jalon important dans le processus long et complexe de l'intégration européenne. Préalablement à l'adoption de l'euro, tous les pays candidats ont dû remplir un certain nombre de critères de convergence destinés à assurer les conditions économiques et juridiques préalables permettant de participer avec succès à une union monétaire axée sur la stabilité. Le présent chapitre décrit les principaux aspects institutionnels utiles à la compréhension de la politique monétaire de la BCE.

La BCE, le SEBC et l'Eurosystème

Le Traité instituant la Communauté européenne (modifié) constitue l'assise juridique de la politique monétaire unique. (Les dispositions juridiques y afférentes figurent dans les annexes 1 et 2.)

Le Traité et les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne (statuts du SEBC), annexés au Traité sous forme de protocole, ont institué la BCE et le Système européen de banques centrales (SEBC) à compter du 1^{er} juin 1998. Le SEBC comprend la BCE et les banques centrales nationales (BCN) de l'ensemble des États membres de l'UE¹.

Les BCN des États membres de l'UE n'ayant pas adopté l'euro (en 2001, il s'agissait du Danemark, de la Suède et du Royaume-Uni) font partie du SEBC, mais ne participent pas au processus de décision relatif à la politique monétaire de la zone euro² non plus qu'à la mise en œuvre opérationnelle de ces décisions. Pour cette raison, les organes de décision de la BCE ont retenu le terme d'«Eurosystème» pour désigner le dispositif par lequel la BCE et les BCN des États membres participants accomplissent les missions du SEBC au sein de la zone euro (cf. graphique I.1).

L'objectif de la politique monétaire unique et les missions dévolues à l'Eurosystème

Le Traité (article 105 [1]), ayant été élaboré sur le principe de l'adoption, à terme, de l'euro par l'ensemble des États membres de l'UE, fait référence au SEBC et non à l'Eurosystème et dispose que «l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix» et que «sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la

Le Traité constitue l'assise juridique de la politique monétaire unique...

... et a créé la BCE et le SEBC

L'Eurosystème

L'importance primordiale de la stabilité des prix

¹ À la différence du SEBC considéré dans son ensemble, la BCE a été dotée de la personnalité juridique par le Traité. Chaque BCN est dotée d'une personnalité juridique conforme à la législation de son pays.

² Le terme «zone euro» fait référence à la zone comprenant les États membres de l'UE ayant adopté l'euro.



Communauté, tels que définis à l'article 2 ». À cet égard, l'article 2 du Traité mentionne, parmi les objectifs de la Communauté, « un niveau d'emploi (...) élevé, une croissance soutenable et non inflationniste, un degré élevé de compétitivité et de convergence des performances économiques ». Le Traité établit ainsi clairement une hiérarchie au sein des objectifs de la BCE en assignant une importance primordiale à la stabilité des prix. En axant la politique monétaire de la BCE sur le respect de cet objectif principal, le Traité précise clairement que le maintien de la stabilité des prix représente la contribution la plus importante que la politique monétaire puisse apporter à la réalisation d'un environnement économique favorable et d'un niveau d'emploi élevé.

Le Traité (article 105 (2)) et les statuts du SEBC (article 3) exposent les missions essentielles dévolues à l'Eurosystème :

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro ;
- conduire les opérations de change ;
- détenir et gérer les réserves de change officielles des États membres ;
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

La BCE est seule habilitée à autoriser l'émission de billets de banque au sein de la zone euro. En coopération avec les BCN, la BCE collecte les informations statistiques nécessaires à la conduite de la politique monétaire, soit auprès des autorités nationales, soit directement auprès des agents économiques. En outre, l'Eurosystème contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en matière de contrôle prudentiel des

Les missions essentielles de l'Eurosystème

établissements de crédit et de stabilité du système financier. En vertu de l'article 6 des statuts du SEBC, la BCE ainsi que, sous réserve de son accord, les BCN peuvent participer aux institutions monétaires internationales. La BCE décide du mode de représentation de l'Eurosystème dans le domaine de la coopération internationale.

Les organes de décision de la BCE

La BCE comprend deux organes de décision, qui sont responsables de l'élaboration, la conduite et la mise en œuvre de la politique monétaire unique: le Conseil des gouverneurs de la BCE et le Directoire de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs se compose des six membres du Directoire, ainsi que des gouverneurs des BCN de la zone euro (12 gouverneurs en 2001). Le Conseil des gouverneurs et le Directoire sont présidés par le président de la BCE ou, en son absence, par le vice-président. Le Conseil des gouverneurs assume les responsabilités suivantes :

- il arrête les orientations et prend les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à l'Eurosystème ;
- il définit la politique monétaire de la zone euro.

En vertu des statuts du SEBC (article 12.1), la définition de la politique monétaire de la zone euro recouvre également la prise de décisions concernant « les objectifs monétaires intermédiaires, les taux directeurs et l'approvisionnement en réserves » dans l'Eurosystème. En outre, le Conseil des gouverneurs arrête les orientations nécessaires à l'exécution de ces décisions.

Le Directoire se compose du président et du vice-président de la BCE ainsi que de quatre autres membres, tous nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres de la zone euro. Le Directoire assume les responsabilités suivantes :

- la préparation des réunions du Conseil des gouverneurs ;
- la mise en œuvre de la politique monétaire, conformément aux orientations et décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs et, dans ce cadre, la transmission des instructions nécessaires aux BCN de la zone euro ;
- la gestion courante de la BCE ;
- l'exercice de certains pouvoirs qui lui ont été délégués par le Conseil des gouverneurs, y compris des pouvoirs à caractère réglementaire³.

L'indépendance de la banque centrale

Le cadre institutionnel de la politique monétaire unique assigne la poursuite de l'objectif principal de la stabilité des prix à une banque centrale indépendante de toute influence politique. De nombreuses analyses théoriques, fondées sur des données empiriques solides, attestent que l'indépendance de la banque centrale est un facteur de maintien de la stabilité des prix.

³ Le Conseil général constitue un troisième organe de décision. Il se compose du président et du vice-président de la BCE ainsi que des gouverneurs des BCN de l'ensemble des États membres de l'UE (quinze en 2001). Le Conseil général demeurera en place tant qu'il subsistera des États membres n'ayant pas adopté l'euro. Le Conseil général n'assume aucune responsabilité dans les décisions de politique monétaire de la zone euro, mais il contribue à la collecte d'informations statistiques et prend part aux préparatifs nécessaires à la fixation irrévocable des taux de change des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE

Le Directoire de la BCE

L'indépendance vis-à-vis des influences politiques

L'article 108 (ex-article 107) du Traité (et l'article 7 des statuts du SEBC) pose le principe essentiel d'indépendance de la banque centrale. Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés, ni la BCE ni les BCN ou un membre quelconque de ses organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter d'instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE.

D'autres dispositions visent également à préserver l'indépendance de la BCE et de ses organes de décisions. Ainsi, les dispositifs financiers de la BCE sont distincts des intérêts financiers de la Communauté européenne. La BCE a son propre budget et son capital est souscrit et libéré par les BCN de la zone euro. L'attribution de mandats de longue durée aux membres du Conseil des gouverneurs ainsi qu'une règle stipulant le non-renouvellement du mandat des membres du Directoire contribuent également à réduire au minimum les influences politiques susceptibles de s'exercer sur les différents membres des organes de décision de la BCE. En outre, l'indépendance de la BCE est préservée par l'interdiction, figurant dans le Traité, qui est faite aux banques centrales d'accorder des découverts ou crédits au secteur public (cf. encadré 2.1).

Le Traité contient également des dispositions destinées à assurer que la poursuite de l'objectif de stabilité des prix soit pleinement respectée par la politique de change unique. Si le Traité prévoit que les décisions en matière de politique de change relèvent de la responsabilité conjointe du Conseil Ecofin et de la BCE, il contient des dispositions veillant à la pleine compatibilité de la politique de change avec l'objectif principal de la politique monétaire unique. En premier lieu, l'article 4 (ex article 3a) du Traité dispose, de façon explicite, que l'objectif principal de la politique monétaire et de la politique de change uniques est de maintenir la stabilité des prix. En deuxième lieu, s'agissant du cadre général dans lequel s'inscrit la conduite de la politique de change, le Traité requiert que les décisions dans ce domaine soient prises sans préjudice de l'objectif principal du maintien de la stabilité des prix. Enfin, la BCE est seule habilitée à décider et déclencher des opérations d'intervention sur les marchés de change.

L'obligation d'information

Pour préserver sa légitimité, une banque centrale indépendante doit être responsable, vis-à-vis des institutions démocratiques et de l'opinion publique, des actions qu'elle entreprend dans le cadre de son mandat. Sans porter atteinte à l'indépendance de la BCE, l'article 15 des statuts du SEBC impose à la BCE des obligations précises en matière d'information. Ainsi, la BCE est tenue de publier des rapports trimestriels sur les activités de l'Eurosystème ainsi qu'une situation financière consolidée hebdomadaire. En outre, elle doit publier un rapport annuel sur ses activités et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours. Le *Rapport annuel* doit être adressé au Parlement européen, au Conseil de l'UE et à la Commission, ainsi qu'au Conseil européen. Pour être la plus transparente possible, la BCE a décidé d'aller plus loin que ces exigences statutaires (cf. chapitre 3).

D'autres dispositions contribuent à préserver l'indépendance

La politique de change doit également s'attacher à la stabilité des prix

Les dispositions en vue de garantir la responsabilité

2 Les structures économiques et financières de la zone euro

La poursuite de l'objectif de stabilité des prix exige une bonne compréhension des facteurs à l'œuvre dans le processus de formation des prix, notamment des mécanismes de transmission de la politique monétaire. Le présent chapitre offre une vue d'ensemble des principales structures économiques et financières de l'économie de la zone euro. Il examine en premier lieu les principaux traits de l'économie réelle, en particulier la structure de la production, les aspects démographiques et les caractéristiques essentielles du marché du travail, la politique budgétaire, ainsi que la configuration des échanges entre la zone euro et le reste du monde. Il décrit, ensuite, les principales caractéristiques de la structure financière au travers d'un examen des marchés monétaire et financier ainsi que des principales institutions financières concernées, en distinguant les Institutions financières monétaires (IFM) des autres intermédiaires financiers.

2.1 Les principaux traits de l'économie réelle

Alors que les différents pays qui forment aujourd'hui la zone euro pouvaient être considérés comme des économies relativement petites et ouvertes avant la création de l'Union monétaire, la zone euro considérée dans son ensemble forme une économie vaste et beaucoup plus fermée. En conséquence, les caractéristiques structurelles de la zone euro peuvent davantage se comparer à celles des États-Unis ou du Japon qu'à celles de chacun des pays qui la composent. Le tableau 2.1 présente un certain nombre de caractéristiques macroéconomiques essentielles de la zone euro.

En termes de population, la zone euro est l'une des plus grandes économies développées du monde : en 2000, elle comptait, au total, 303 millions d'habitants. À titre de comparaison, les populations des États-Unis et du Japon s'élevaient, la même année à 276 millions et 127 millions, respectivement. Le graphique 2.1 présente les différences de la structure par âges des populations respectives de la zone euro et des États-Unis. En moyenne, dans les pays de la zone euro, la proportion des jeunes est inférieure à celle des États-Unis alors que les personnes âgées sont plus nombreuses.

Pour l'année 2000, en pourcentage du PIB mondial, les États-Unis représentaient, avec 22,0 %, l'économie la plus importante, suivis de la zone euro, avec une part de 16,0 %, celle du Japon se situant à 7,3 %. Les parts respectives de chacun des pays de la zone euro étaient nettement inférieures, la principale économie de la zone ayant contribué pour 4,6 % au PIB mondial.

Les structures de la production dans la zone euro sont sensiblement similaires à celles des États-Unis et du Japon. Dans ces trois économies, le secteur des services représente la part la plus importante de la production totale. Néanmoins, les parts respectives des secteurs public et privé dans l'ensemble du secteur des services des États-Unis et de la zone euro sont très différentes. En particulier, le secteur des services publics est relativement réduit aux États-Unis, alors que ce même secteur représente une part beaucoup plus grande de l'économie de la zone euro. Dans ces deux économies ainsi qu'au Japon, le secteur industriel occupe la deuxième position en termes de pourcentage du PIB. Compte tenu du degré élevé de développement de ces trois pays, la part de l'agriculture, de la pêche et de la sylviculture y est relativement faible.

L'économie de la zone euro est l'une des plus importantes du monde

La population

La part dans le PIB mondial

Le secteur des services représente la part la plus importante du PIB de la zone euro

Tableau 2.1
Principales caractéristiques de l'économie réelle de la zone euro en 2000

	Unité	Zone euro	États-Unis	Japon
Population	Millions	303	276	127
PIB (% du PIB mondial) ¹⁾	%	16,0	22,0	7,3
PIB par habitant ¹⁾	euro	22 322	35 034	24 922
Secteurs de production ²⁾				
Agriculture, pêche, sylviculture	% du PIB	2,7	1,4	1,7
Industrie, y compris construction	% du PIB	28,8	24,7	34,5
Services	% du PIB	68,5	73,9	63,8
Taux de chômage (en % de la population active)	%	8,9	4,0	4,7
Taux d'activité ³⁾	%	67,3	77,2	72,4
Taux d'emploi ^{3) 4)}	%	61,2	74,1	68,9
Administrations publiques ⁵⁾				
Capacité (+) ou besoin (-) de financement	% du PIB	- 0,7	2,3	- 8,6
Dette brute	% du PIB	70,3	57,3	130,4
Recettes dont :	% du PIB	47,9	34,0	30,3
Impôts directs	% du PIB	13,0	15,5	7,0
Impôts indirects	% du PIB	14,2	6,8	8,5
Cotisations sociales	% du PIB	16,3	7,1	11,0
Dépenses dont :	% du PIB	48,6	31,7	38,9
Consommation finale	% du PIB	19,8	14,1	16,6
Transferts sociaux	% du PIB	16,7	10,5	17,5
Exportations de biens ⁶⁾	% du PIB	14,8	7,8	9,7
Exportations de biens et services ⁶⁾	% du PIB	19,1	10,7	11,1
Importations de biens ⁶⁾	% du PIB	14,3	12,3	7,2
Importations de biens et services ⁶⁾	% du PIB	18,7	14,4	9,7
Exportations (% des exportations mondiales) ⁷⁾	%	19,0	15,0	9,2
Balance des paiements courants ⁶⁾	% du PIB	- 0,7	- 4,4	2,5

Sources : Eurostat, FMI, Commission européenne, OCDE, Reuter, BCE et calculs de la BCE

Note : Tous les agrégats figurant dans ce tableau incluent les données relatives à la Grèce.

1) Les parts du PIB sont établies sur la base d'une évaluation en parité de pouvoir d'achat (PPA) des PIB nationaux.

2) Sur la base de la valeur ajoutée réelle. Les données relatives au Japon portent sur l'année 1998, celles relatives aux États-Unis sur 1999.

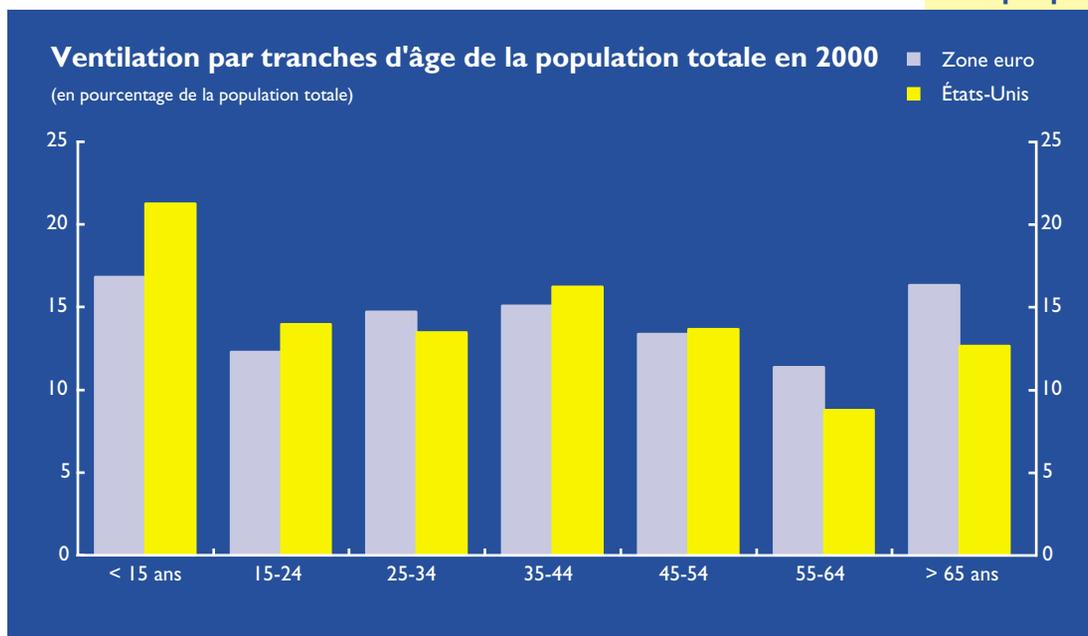
3) Les données relatives aux États-Unis et au Japon se réfèrent à 1998.

4) Emploi total en proportion de la population d'âge actif (âgée de 15 ans à 64 ans)

5) Les données relatives à la zone euro excluent les recettes au titre des ventes de licences UMTS.

6) Données de balance des paiements ; pour la zone euro, elles ne prennent en compte que les échanges commerciaux hors zone euro. Les données relatives aux États-Unis et au Japon portent sur 1999.

7) Statistiques du commerce extérieur ; les exportations mondiales excluent les flux d'échanges intra-zone euro.



Sources : Eurostat et Bureau of Census pour les États-Unis

2.2 Le marché du travail

Les aspects institutionnels des marchés du travail, tels que la législation sur la protection de l'emploi, les systèmes d'indemnisation du chômage, le processus de formation des salaires et la fiscalité du travail, notamment, contribuent dans une large mesure à déterminer les évolutions économiques. Ainsi, les rigidités structurelles des marchés du travail limitent la rapidité d'ajustement d'une économie en cas de chocs défavorables (ralentissement brutal de la croissance, par exemple). Dès lors, elles sont généralement concomitantes d'un chômage relativement élevé et durable. En outre, les rigidités du marché du travail et le chômage structurel qui en résulte tendent à freiner le rythme auquel une économie peut croître sans subir de tensions inflationnistes.

Le taux de chômage de la zone euro (nombre de chômeurs rapporté à la population active) atteignait des niveaux très élevés dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. En 2000, il était revenu légèrement au-dessous de 9 % en moyenne, ce qui correspond à quelque 12,2 millions de chômeurs pour l'ensemble de la zone. Bien que le taux de chômage ait diminué à la fin des années quatre-vingt-dix, il demeure nettement supérieur à celui des États-Unis (cf. graphique 2.2). Cet écart s'explique à la fois par la très forte croissance de l'économie américaine à la fin des années quatre-vingt-dix et par les différences structurelles existant entre les marchés du travail des États-Unis et ceux de la zone euro. Ces disparités ont donné lieu à un niveau de chômage structurel plus élevé dans la zone euro. Des réformes institutionnelles des marchés du travail de la zone ont été mises en œuvre dans les années quatre-vingt-dix, mais à des degrés divers. Dans certains cas, elles ont eu pour effet de réduire nettement le niveau du chômage. Néanmoins, des rigidités structurelles subsistent et expliquent la persistance de niveaux élevés de chômage dans la zone euro en 2000.

Les rigidités structurelles peuvent entraver le bon fonctionnement du marché du travail

Le taux de chômage de la zone euro est supérieur à celui des États-Unis

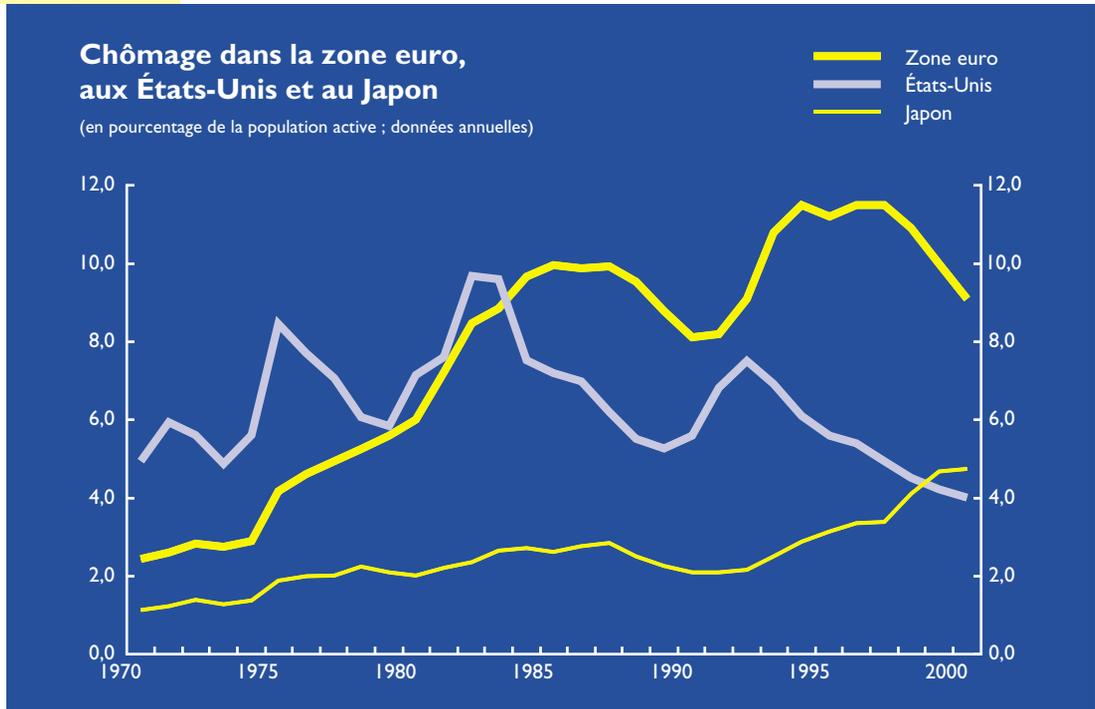
Le taux d'activité dans la zone euro est relativement faible...

... de même que le taux d'emploi

Il convient de souligner que, si le taux de chômage a été plus élevé, le taux d'activité dans la zone euro, qui représente 67,3 % de la population d'âge actif en 2000, est nettement inférieur à celui des États-Unis (77,2 %) ou du Japon (72,4 %). L'écart entre les taux d'activité dans la zone euro et aux États-Unis (cf. tableau 2.2) a été beaucoup plus important pour les femmes (de l'ordre de 13 points de pourcentage) que pour les hommes (quelque 7 points de pourcentage). Ce niveau globalement inférieur du taux d'activité de la zone euro par rapport à celui des États-Unis est essentiellement imputable aux catégories les plus jeunes et les plus âgées, les taux d'activité des personnes âgées de 25 ans à 54 ans étant assez proches de part et d'autre de l'Atlantique. D'une manière générale, le taux d'activité des jeunes Européens est très inférieur à celui de leurs homologues américains. Ce phénomène tient peut-être aux différences de traditions et de structures des systèmes éducatifs et sociaux. En outre, dans la zone euro, les actifs quittent généralement le marché du travail plus jeunes qu'aux États-Unis.

En raison de son taux d'activité plus faible et de son taux de chômage plus élevé, la zone euro enregistre un taux d'emploi (emploi total en proportion de la population d'âge actif comprise entre 15 ans et 64 ans) beaucoup plus faible qu'aux États-Unis ou au Japon. Alors qu'il ne dépassait que légèrement 61 % en 2000 dans la zone euro, le taux d'emploi était supérieur ou très peu inférieur à 70 %, respectivement, aux États-Unis et au Japon (cf. tableau 2.1). Ce niveau plus faible du taux d'emploi explique, en grande partie, que le PIB par habitant soit inférieur dans la zone euro par rapport aux États-Unis ou au Japon.

Graphique 2.2



Source : Commission européenne

Taux d'activité par sexe et par tranches d'âge dans la zone euro et aux États-Unis

(en pourcentage de la population d'âge actif)

	Zone euro			États-Unis		
	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total
Toutes tranches d'âge	77,0	57,6	67,3	84,2	70,7	77,2
15-24 ans ¹⁾	47,8	40,9	44,3	68,4	63,3	65,9
25-34	92,1	74,4	83,3	93,2	76,3	84,8
35-44	95,7	73,4	84,5	92,6	77,1	84,9
45-54	90,8	64,2	77,4	89,2	76,2	82,7
55-59	67,1	40,7	53,8	78,4	61,3	69,5
60-64	29,4	12,8	20,8	55,4	39,1	46,9

Sources : Eurostat, OCDE

Note : Les données relatives aux États-Unis portent sur 1999, celles relatives à la zone euro sur 2000.

1) Les données relatives aux États-Unis concernent la tranche d'âge des 16 ans - 24 ans

2.3 Le secteur public

Les politiques budgétaires ont une forte incidence sur la croissance économique et l'inflation. Il est donc important que la BCE, en tant qu'autorité monétaire, suive attentivement les évolutions de la politique budgétaire. Il existe de multiples canaux par lesquels la politique budgétaire se répercute sur l'économie et les prix. Le niveau et la structure des dépenses et recettes de l'État, ainsi que des déficits budgétaires et de la dette publique, constituent des variables clés intervenant dans ce processus.

Les politiques budgétaires demeurent du ressort exclusif des États membres dans la phase III de l'UEM. Toutefois, il existe, au niveau de l'UE, un certain nombre de mécanismes institutionnels destinés à assurer la solidité des finances publiques (cf. encadré 2.1). En particulier, le *Pacte de stabilité et de croissance* vise à limiter les risques pour la stabilité des prix, qui pourraient résulter des politiques budgétaires nationales. Par exemple, une hausse excessive des dépenses publiques à un moment où l'économie tourne déjà pratiquement au maximum de ses capacités risquerait, en stimulant la demande globale, de créer des goulets d'étranglement et d'engendrer des tensions inflationnistes. Les déséquilibres budgétaires, caractérisés par des déficits élevés et un accroissement de la dette publique, ont marqué de nombreux épisodes d'inflation par le passé. La discipline budgétaire constitue, par conséquent, une composante essentielle de la stabilité macroéconomique. Tout comme les déséquilibres budgétaires, un niveau élevé de la dette publique peut avoir des effets dommageables. Lorsqu'un État doit s'acquitter, chaque année, de charges financières considérables, la situation budgétaire peut devenir intolérable et compromettre ainsi la stabilité des prix. Une dette publique élevée peut également avoir des conséquences négatives pour l'économie réelle et l'environnement financier. En particulier, un recours excessif de l'État aux marchés financiers tend à accroître le coût des ressources, ce qui peut entraîner des effets d'éviction. Compte tenu des problèmes susceptibles d'être créés par les déficits budgétaires, le *Pacte de stabilité et de croissance* représente un engagement fort en vue du maintien de politiques budgétaires concourant à la stabilité macroéconomique globale.

Le secteur des administrations publiques (administrations centrale, locale, d'États fédérés et de sécurité sociale) représente une part plus importante

La politique budgétaire a une incidence sur l'économie

La stabilité macroéconomique requiert une politique budgétaire solide

La part relativement importante des dépenses publiques dans le PIB de la zone euro...

... reflète les parts élevées de la consommation finale de l'État et des transferts sociaux aux ménages

Les recettes publiques

Le déficit budgétaire

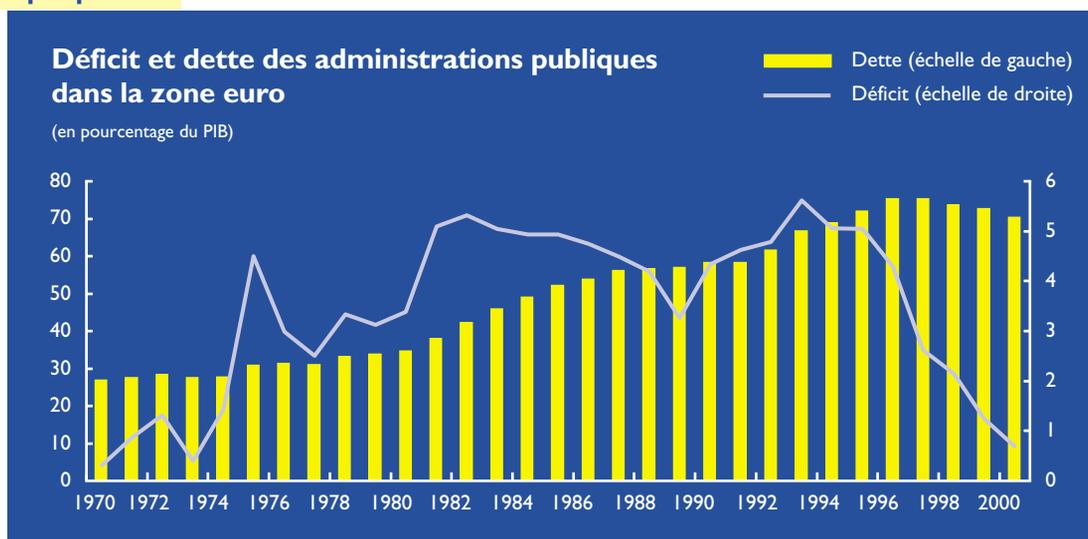
de l'économie de la zone euro que ce n'est le cas aux États-Unis ou au Japon. Dans la zone euro, la part des dépenses publiques dans le PIB atteignait 48,6 % du PIB en 2000, le niveau de recettes publiques rapporté au PIB s'établissant, pour sa part, à 47,9%. En revanche, aux États-Unis, le secteur des administrations publiques représentait quelque 32% du PIB en termes de dépenses et 34% environ en termes de recettes. En 2000, le Japon a enregistré un ratio dépenses publiques/PIB de quelque 39% et un ratio recettes/PIB de 30%, ce qui souligne l'existence d'un déficit public élevé (cf. tableau 2.1).

La part relativement importante des dépenses publiques dans le PIB de la zone euro s'explique, en particulier, par la proportion élevée tant de la consommation finale de l'État que des transferts sociaux aux ménages. Les différences entre pays sont dues, en partie, à une répartition différente des attributions du secteur public par rapport au privé. Compte tenu des caractéristiques des systèmes de sécurité sociale en Europe, la structure par âges de la population de la zone euro contribue également au niveau élevé des dépenses publiques. Comme le montre le graphique 2.1, la population de la zone euro est plus âgée, en moyenne, que celle des États-Unis, ce qui a une incidence sur les dépenses de retraite et de santé. Si les États membres concernés ne mettent pas en œuvre les réformes nécessaires, la situation actuelle sera encore aggravée, à l'avenir, par le vieillissement prévu de la population de la zone euro.

En ce qui concerne la structure des recettes publiques, la zone euro est davantage tributaire des cotisations sociales que les États-Unis ou le Japon. En outre, il y est fait plus largement appel à la fiscalité indirecte en tant que source de recettes, alors que, aux États-Unis, la fiscalité directe représente un pourcentage plus élevé des recettes fiscales totales.

Au cours de la période 1970-2000, les dépenses publiques ont été supérieures aux recettes publiques dans la zone euro. Ainsi, durant cette période, le solde budgétaire a affiché chaque année un déficit. Ce dernier atteignait près de 6,0% du PIB en 1993, mais il a diminué progressivement par la suite, pour revenir à 0,7% en 2000 (cf. graphique 2.3).

Graphique 2.3



Sources : Commission européenne, OCDE et calculs de la BCE

Note : Les données relatives au déficit pour l'année 2000 ne tiennent pas compte des recettes au titre des ventes de licences UMTS.

Dispositions institutionnelles pour des finances publiques saines au niveau de l'UE

Tout en instituant une politique monétaire unique, le Traité maintient des responsabilités nationales en ce qui concerne les autres politiques économiques (ex: budgétaire et structurelle). Cependant, il stipule que les États membres « considèrent leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun » (article – 99 ex-article 103 du Traité).

En outre, le Traité contient plusieurs dispositions visant à assurer une situation saine des finances publiques durant la phase III de l'UEM, étant donné que la politique budgétaire reste du ressort des autorités nationales. L'une d'elles a trait à la procédure en cas de déficit excessif, précisée à l'article 104 (ex-article 104c) du Traité et dans un protocole annexé au Traité, où sont exposés les critères correspondant à une situation budgétaire saine. Dans l'hypothèse où le Conseil de l'UE déciderait qu'un État membre présente une situation de déficit excessif, la procédure prévoit d'autres mesures, y compris des sanctions.

Le Pacte de stabilité et de croissance vient compléter la procédure relative aux déficits budgétaires excessifs. La résolution du Conseil européen relative au Pacte de stabilité a été adoptée le 17 juin 1997. Sur la base de cette résolution, le Conseil a adopté deux règlements: le *Règlement du Conseil relatif au renforcement de la surveillance des situations budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques* et le *Règlement du Conseil relatif à l'accélération et à la clarification de la procédure de déficit excessif*. Ces dispositions fixent le cadre au sein duquel les États membres s'engagent à réaliser l'objectif de finances publiques saines à moyen terme. Les États membres s'engagent à poursuivre l'objectif à moyen terme de situations budgétaires « proches de l'équilibre ou en excédent ». Il s'agit de leur permettre de faire face à des fluctuations conjoncturelles normales tout en maintenant

leur ratio de déficit public par rapport au PIB à moins de 3 %.

Dans un cadre de surveillance multilatérale, les États membres de la zone euro sont tenus de soumettre des programmes de stabilité au Conseil de l'UE et à la Commission européenne. Les États membres qui ne participent pas à la zone euro doivent soumettre des programmes de convergence; ces deux programmes contiennent les informations requises pour l'évaluation des ajustements budgétaires envisagés à moyen terme pour parvenir à des situations budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent.

La clause de « non-renflouement » constitue un complément essentiel de ces dispositions visant à promouvoir des politiques budgétaires axées sur la stabilité. En vertu de l'article 103 (1) (ex-article 104b[1]) du Traité, « La Communauté ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales ou d'autres organismes ou entreprises publiques d'un État membre (...). Un État membre ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un autre État membre, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique ». Cette clause vise à garantir que le remboursement de la dette publique reste du seul ressort national. Elle incite donc à mener des politiques budgétaires prudentes au niveau national.

D'autres dispositions contribuent à la discipline budgétaire: l'interdiction du financement monétaire des déficits budgétaires et la prohibition de toute forme d'accès privilégié du secteur public aux institutions financières. L'article 101 (ex-article 104) du Traité interdit à la BCE et aux BCN des États membres d'opérer un financement monétaire des déficits budgétaires en

«accordant des découverts ou tout autre type de crédit». L'article 102 (ex-article 104a) du Traité interdit toute mesure susceptible d'établir un accès privilégié des administrations publiques et des institutions ou organes communautaires aux institutions financières. Outre le fait qu'elles renforcent les incitations à poursuivre des finances publiques saines et des politiques budgétaires prudentes, ces dispositions contribuent à la crédibilité de la politique monétaire unique dans la poursuite de la stabilité des prix.

Le Traité dispose également que le Conseil de l'UE adopte une fois par an, sur recommandations de la Commission européenne, les grandes orientations de politique économique. Ces orientations servent de cadre pour la définition des objectifs et orientations des États membres et de la Communauté européenne en matière de politique

économique. Dans la mesure où l'ensemble des États membres doivent faire face, globalement, aux mêmes défis et nécessités concrètes, les grandes orientations de politique économique définissent un certain nombre d'orientations générales qui s'appliquent à tous. Dans le même temps, et pour tenir compte de la diversité des États membres en termes de résultats et de perspectives économiques ainsi qu'au niveau des structures et des institutions, les grandes orientations de politique économique contiennent des recommandations spécifiques à chaque pays. Conformément aux dispositions du Traité, les grandes orientations de politique économique doivent respecter l'indépendance de la BCE dans la poursuite de son objectif principal, à savoir le maintien de la stabilité des prix, et ne doivent en aucun cas chercher à influencer sa politique monétaire.

La dette brute des administrations publiques

L'économie de la zone euro est beaucoup moins ouverte que celle des pays qui la composent

Les biens représentent la part la plus élevée des échanges extra-zone

De son côté, la dette brute des administrations publiques a culminé à 75,4 % du PIB en 1996 pour l'ensemble de la zone, après avoir enregistré une progression rapide au cours des deux décennies précédentes. Elle a légèrement diminué par la suite, pour s'établir à 70,3 % du PIB en 2000. La dette brute des administrations publiques a été quelque peu inférieure aux États-Unis, se situant à 57,3 % du PIB en 2000, contre 130,4 % du PIB au Japon.

2.4 Le commerce extérieur

Bien que la zone euro puisse être sensiblement influencée par la conjoncture économique internationale, elle est beaucoup moins ouverte que chacun des pays qui la composent. Cette situation tend à limiter l'incidence des évolutions économiques d'ordre externe et, en particulier, celle des mouvements des prix internationaux sur les prix au sein de la zone. Cela étant, la zone euro demeure plus ouverte que ne le sont les États-Unis ou le Japon. La part des exportations et importations de biens et services de la zone euro dans le PIB a été très supérieure, en 2000, aux chiffres correspondants pour les États-Unis et le Japon (cf. tableau 2.1).

S'agissant de la composition des échanges commerciaux, les biens représentent la proportion la plus élevée (de l'ordre de 75 % en 2000) tant des importations que des exportations de la zone euro. Dans la catégorie des biens, les machines et le matériel de transport représentent près de la moitié des exportations et la proportion la plus élevée des importations de biens de la zone (cf. tableau 2.3). Les autres produits manufacturés représentent la

Échanges de biens de la zone euro en 2000

(part en pourcentage du total)

Tableau 2.3

	Exportations	Importations
Total	100	100
<i>dont :</i>		
Machines et matériel de transport	46,6	37,8
Produits chimiques	13,6	8,5
Matières premières	2,0	4,8
Énergie	2,3	14,4
Produits alimentaires, boissons et tabac	6,1	5,5
Autres produits manufacturés	26,6	25,4
Autres biens	2,9	3,5

Sources : Eurostat, calculs de la BCE

deuxième catégorie par ordre d'importance, leur part dans les importations et les exportations étant similaire. En 2000, les produits chimiques ont représenté 13,6 % des exportations de biens, mais seulement 8,5 % des importations ; en revanche, les parts respectives des matières premières et de l'énergie ont été beaucoup plus larges pour les importations que pour les exportations. Cela montre que la zone euro, conformément à la division internationale du travail et aux ressources en matières premières dont elle dispose, tend à importer, en termes nets, des matières premières et des biens intermédiaires et à se spécialiser dans l'exportation de produits à forte valeur ajoutée.

En ce qui concerne la ventilation géographique du commerce extérieur de la zone euro, le Royaume-Uni, les États-Unis, la Suisse et le Japon sont, dans l'ordre des pays cités, les principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Mises à part ces économies, aucun autre pays ne représentait, à lui seul, plus de 5 % du commerce extérieur de la zone entre 1996 et 1999 (cf. graphique 2.4). La part de la Russie et des pays d'Europe centrale et orientale dans les échanges a atteint 12,8 %, pourcentage identique à celui de la Chine et du reste de l'Asie (hors Japon).

Il convient de noter que ces pondérations des échanges bilatéraux ne rendent compte que des échanges effectués entre les pays de la zone euro et les pays situés hors de la zone. Elles ne prennent pas nécessairement en compte la concurrence exercée sur les producteurs de la zone euro par les exportateurs de pays tiers et les producteurs nationaux sur les marchés à l'exportation. Ces effets de « marchés tiers » doivent être pris en considération dans le cadre de l'évaluation de la compétitivité de la zone. Ils sont inclus dans les pondérations du taux de change effectif de l'euro. Ainsi, les pondérations du dollar et du yen sont nettement plus élevées dans le taux de change effectif de l'euro que les pondérations des échanges bilatéraux de la zone avec ces deux pays (cf. graphique 2.4).

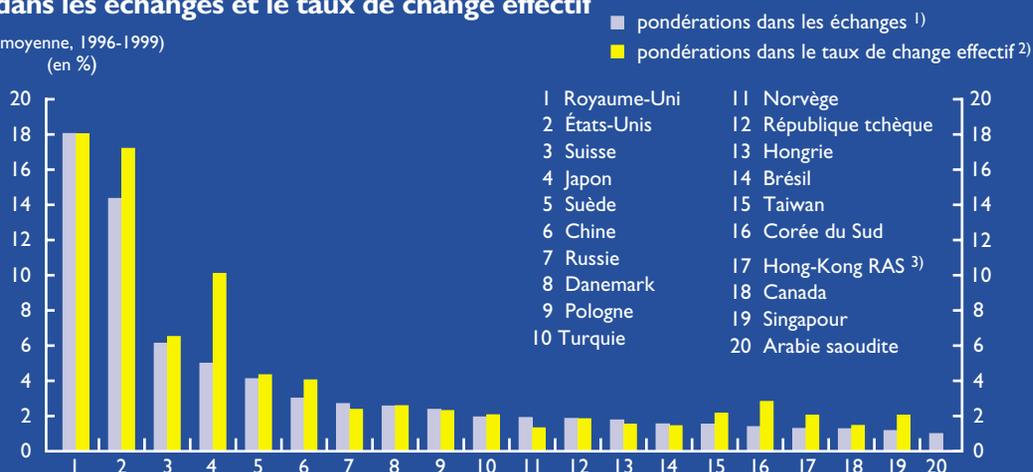
La ventilation géographique du commerce extérieur de la zone euro

Le taux de change effectif

Graphique 2.4

Pondérations des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro dans les échanges et le taux de change effectif

(moyenne, 1996-1999)
(en %)



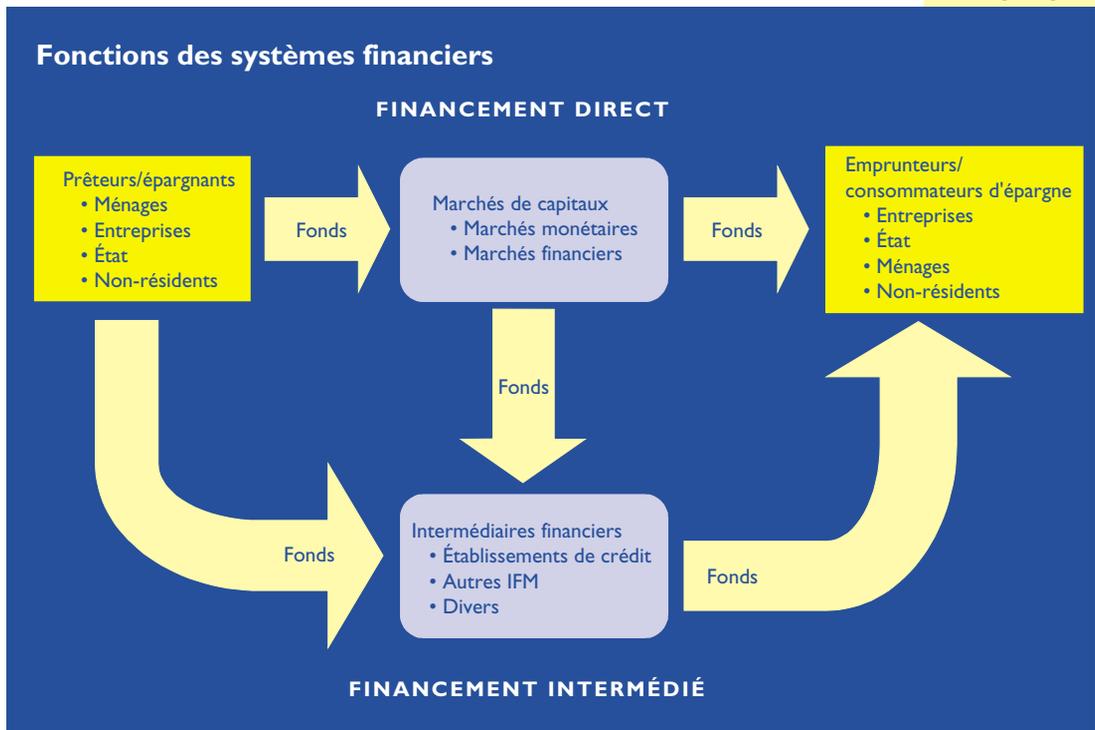
Source : Calculs de la BCE sur la base des données d'Eurostat relatives au commerce extérieur

- 1) Les pondérations commerciales sont la somme des exportations et des importations rapportées au total des exportations et importations de la zone euro (y compris la Grèce).
- 2) Les pondérations sur lesquelles s'appuie le calcul des indices de taux de change effectif de l'euro sont les pondérations commerciales globales, c'est-à-dire une moyenne pondérée de la pondération des importations et d'une double pondération des exportations, fondée sur les échanges de biens manufacturés hors zone euro. La double pondération des exportations intègre les effets de marchés tiers, de manière à prendre en compte l'importance de la concurrence exercée vis-à-vis des exportateurs de la zone euro tant par les producteurs locaux que par les exportateurs de pays tiers sur les marchés extérieurs.
- 3) Région à statut administratif spécial

2.5 La structure financière

Le financement direct et l'intermédiation financière

Le système financier assure la fonction économique essentielle qui consiste à allouer l'épargne disponible des agents disposant d'une capacité de financement (dépenses inférieures aux revenus), en direction de ceux enregistrant des besoins de financement parce que leurs prévisions de dépenses dépassent leurs revenus. Ce mécanisme est représenté de façon schématique dans le graphique 2.5. Les principaux prêteurs ou épargnants sont les ménages, mais les entreprises, l'État et les non-résidents se retrouvent parfois également à la tête de ressources excédentaires qu'ils décident de prêter. Dans la zone euro, les principaux agents emprunteurs ou consommateurs d'épargne sont les entreprises et l'État, mais les ménages et les non-résidents empruntent eux aussi pour financer leurs achats. Les fonds circulent des bailleurs de fonds vers les emprunteurs par deux canaux. En matière de financement direct ou de marché, à savoir le canal représenté dans la partie supérieure du graphique 2.5, les débiteurs empruntent directement auprès des prêteurs sur les marchés de capitaux en leur vendant des instruments financiers, également appelés titres, qui constituent des créances sur les recettes futures ou les actifs de l'emprunteur. Lorsque des intermédiaires financiers interviennent également dans l'acheminement des fonds, il s'agit de financement indirect ou intermédié, représenté au bas du graphique 2.5. Les intermédiaires financiers



peuvent être classés en établissements de crédit, autres institutions financières monétaires (IFM) et autres intermédiaires financiers.

Avant de décrire plus en détail les marchés de capitaux sur lesquels s'opère le financement direct ainsi que les intermédiaires financiers intervenant dans le financement indirect, le tableau 2.4 donne une vue d'ensemble des principaux éléments d'actifs et de passifs financiers des agents non financiers de la zone euro (en encours à mi-2000). Les encours d'actifs et de passifs financiers représentent les « stocks » dans les données trimestrielles relatives aux comptes financiers. Les principaux actifs financiers (monnaie fiduciaire et dépôts, titres autres que des actions, actions cotées et réserves techniques d'assurance) figurant dans le tableau 2.4 atteignaient 14 535 milliards d'euros (environ 230 % du PIB annuel de la zone euro) à la mi-2000. Les titres, y compris les actions cotées, représentaient près de la moitié de ce montant et la monnaie fiduciaire et les dépôts un tiers. Les réserves techniques d'assurance, c'est-à-dire les provisions constituées par les fonds de pension, les sociétés d'assurance et les sociétés non financières pour couvrir les créances des assurés, constituaient un cinquième des principaux actifs financiers considérés dans ce tableau. Les principaux éléments de passif (crédits et titres, y compris les actions cotées) figurant dans le tableau 2.4 s'élevaient à 15 526 milliards d'euros (250 % du PIB) à la mi-2000. Les titres, y compris les actions cotées, constituaient plus de la moitié des sources de financement des agents non financiers et les crédits 45 % environ. La plupart des financements (près de 90 % des engagements) étaient assortis d'échéances supérieures à un an.

Principaux actifs et passifs financiers des agents non financiers

2.6 Les marchés de capitaux

Cette section présente les principales caractéristiques des marchés monétaire, obligataire et d'actions de la zone euro. L'encadré 2.2 présente quelques termes clés se rapportant aux marchés de capitaux.

Le marché monétaire

Le marché monétaire joue un rôle essentiel dans la transmission des décisions de politique monétaire, étant donné que les changements apportés aux instruments de politique monétaire affectent en premier lieu ce marché (cf. chapitre 4). Un marché monétaire à la fois profond et intégré est le préalable indispensable à une politique monétaire efficace, car il permet une distribution équilibrée de la monnaie de banque centrale et le maintien d'un niveau homogène des taux d'intérêt à court terme dans l'ensemble de la zone de circulation de la monnaie unique. Dans la zone euro, cette condition a été remplie presque immédiatement après le démarrage de la phase III de l'UEM, avec l'intégration réussie des différents marchés monétaires nationaux en un marché monétaire efficient de la zone euro.

Le processus d'intégration rapide du marché monétaire de la zone euro a été également favorisé par les évolutions intervenues dans l'infrastructure des systèmes de paiement, essentiellement la mise en place du système *Target* (Système européen de transfert de gros montant à règlement brut en temps réel), qui permet le bon déroulement du règlement des paiements transfrontière. Le système *Target* relie les systèmes de règlement brut en temps réel en euros gérés par les BCN de l'UE ainsi que le mécanisme de paiement de la BCE. La direction, la gestion et le contrôle du système *Target* relèvent de la compétence du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Le marché monétaire de la zone euro comporte divers compartiments relatifs aux opérations de trésorerie. Le plus important est celui du marché des opérations en blanc. Ce compartiment assure principalement la gestion des besoins de refinancement des banques, de sorte que les opérations en blanc sont essentiellement concentrées sur les échéances à 24 heures. Le marché des opérations en blanc comporte deux taux de référence importants, à savoir l'Eonia (taux moyen au jour le jour de l'euro) et l'Euribor (taux interbancaire offert pour les dépôts en euros), qui constituent des prix de référence communs pour les échéances comprises entre 24 heures et un an.

Les autres grands compartiments du marché monétaire relatif aux opérations de trésorerie sont le marché des pensions et celui des *swaps* de devises. Il s'agit de marchés réputés garantis, les prêts étant consentis contre remise d'actifs en garantie. L'importance du marché des pensions varie selon les pays de la zone euro, un certain cloisonnement subsistant en ce qui concerne les actifs sous-jacents admis en garantie. Les opérations de pensions se concentrent essentiellement autour des échéances inférieures ou égales à un mois. Les opérations de *swaps* de devises portent généralement sur des échéances supérieures à trois mois.

L'intégration du marché monétaire

Le rôle des systèmes de paiement

Le compartiment des prêts en blanc du marché monétaire

Les compartiments garantis du marché monétaire

Placements financiers et financement des agents non financiers dans la zone euro à la mi-2000 ¹⁾

Tableau 2.4

(encours)

Principaux actifs financiers	Milliards d'euros	%
Total	14 535	100,0
Monnaie fiduciaire et dépôts	4 897	33,7
Monnaie fiduciaire	341	2,3
Dépôts auprès	4 556	31,3
des IFM de la zone euro	4 405	30,3
des non IFM	150	1,0
Titres autres que des actions	1 592	11,0
Court terme	161	1,1
Long terme	1 432	9,8
Actions ²⁾	4 908	33,8
Actions cotées	2 952	20,3
Parts d'OPCVM	1 956	13,5
dont : titres d'OPCVM monétaires	221	1,5
Réserves techniques d'assurance	3 138	21,6
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance vie et sur les fonds de pension	2 829	19,5
Provisions pour primes et provisions pour sinistres	309	2,1

Source : BCE

1) Les agents non financiers comprennent les administrations publiques, les sociétés non financières et les ménages, y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

2) À l'exclusion des actions non cotées

3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages

Tableau 2.4

Principaux éléments du passif	Milliards d'euros	%
Total	15 526	100,0
Crédits	6 951	44,8
a) obtenus auprès des IFM de la zone euro d'autres intermédiaires financiers	6 261 690	40,3 4,4
b) accordés aux		
Administrations publiques	885	5,7
Court terme	42	0,3
Long terme	844	5,4
Sociétés non financières	2 994	19,3
Court terme	1 088	7,0
Long terme	1 905	12,3
Ménages ³⁾	3 072	19,8
Court terme	274	1,8
Long terme	2 798	18,0
Titres autres que des actions	4 003	25,8
Administrations publiques	3 600	23,2
Court terme	425	2,7
Long terme	3 175	20,4
Sociétés non financières	403	2,6
Court terme	91	0,6
Long terme	312	2,0
Actions cotées		
émises par les sociétés non financières	4 157	26,8
Dépôts		
Dépôts reçus par les administrations centrales	148	1,0
Réserves pour fonds de pension		
des sociétés non financières	267	1,7

Les marchés de capitaux : quelques termes clés

Les marchés de capitaux peuvent être classés en fonction de plusieurs critères faisant ressortir différentes caractéristiques essentielles de ces marchés. Une des classifications possibles consiste à distinguer entre les opérations financières relatives à la souscription d'une émission et celles portant sur les échanges entre détenteurs de titres déjà émis (**marchés primaire ou secondaire**). De son côté, le marché secondaire peut fonctionner de deux manières : **marchés organisés**, d'une part, où acheteurs et vendeurs de titres se rencontrent en un lieu central pour effectuer leurs transactions, **marchés de gré à gré**, d'autre part, sur lesquels les opérateurs localisés en des lieux différents et disposant d'un stock de valeurs sont disposés à acheter et vendre des titres de gré à gré à quiconque en accepte le prix demandé ou offert.

Une autre méthode de classification porte sur l'échéance initiale du contrat financier. En général, une distinction est faite selon que l'échéance initiale du contrat financier est inférieure ou supérieure à un an (**marché monétaire ou financier**). Le marché monétaire se distingue, dans une certaine mesure, des autres marchés de capitaux en ce sens qu'il s'agit généralement d'un marché interbancaire sur lequel se traitent des opérations de montant élevé. En outre, l'Eurosystème peut, par le biais de ses opérations de politique monétaire, influencer sur les conditions prévalant sur ce marché (cf. chapitre 4). La BCE est le fournisseur exclusif de monnaie de banque centrale et peut, en vertu de ce monopole, fixer les modalités de refinancement des établissements de crédit de la

zone euro. Ce faisant, elle agit sur les conditions auxquelles les établissements de crédit et les autres intervenants du marché monétaire effectuent leurs opérations sur le marché monétaire de la zone euro.

Une dernière classification courante consiste à opérer une distinction en fonction de la nature de l'instrument financier (**marché d'actions ou marché obligataire**). Ce qui différencie essentiellement l'action de l'obligation, c'est le fait que l'action n'entraîne pas d'obligation de remboursement, tandis que l'obligation est une créance financière généralement appelée à être remboursée (pour un montant et à un taux d'intérêt déterminés).

Enfin, les **instruments dérivés** sont des contrats financiers dont la valeur est dérivée des prix des titres, taux d'intérêt, taux de change, indices boursiers ou cours des matières premières sous-jacents. Les principales catégories d'instruments dérivés sont les contrats à terme, options, contrats d'échange de taux (*swaps*) et accords de taux futurs. Par exemple, le détenteur d'une option d'achat (de vente) a le droit, mais non l'obligation, d'acheter (de vendre) un instrument financier (obligation ou action, par exemple) à un prix d'exercice fixé initialement et à une date ultérieure donnée. De nombreux autres contrats sur instruments dérivés, associant ces caractéristiques de base, ont été développés. Les marchés dérivés jouent un rôle central dans le fonctionnement des marchés de capitaux, parce qu'ils améliorent la détermination des coûts relatifs aux risques financiers ainsi que leur répartition.

Outre les compartiments du marché de la liquidité décrits précédemment, le marché monétaire de la zone euro comprend également celui des instruments dérivés, constitué principalement par les marchés de *swaps* de taux d'intérêt et de contrats à terme. Les instruments les plus traités sur ces marchés sont les *swaps* sur Eonia et les contrats à terme sur Euribor.

En ce qui concerne l'évolution des différents compartiments du marché monétaire de la zone euro, le marché des opérations en blanc a connu le développement le plus rapide en raison de son niveau élevé de liquidité et d'activité. En 2000, ces opérations ont représenté la moitié environ du volume global des opérations de trésorerie dans la zone euro. Le marché des pensions a représenté un tiers environ du volume total des opérations, enregistrant une progression considérable en 1999 et 2000 sous l'effet, notamment, d'une forte augmentation des opérations transfrontière. Toutefois, plusieurs facteurs techniques, telles les différences en matière de législation, de contrats et de traditions ont empêché, semble-t-il, le développement complet d'un marché des pensions à l'échelle de la zone euro jusqu'à fin 2000. Parmi les compartiments d'instruments dérivés, la croissance la plus rapide en 1999 et 2000 est intervenue sur le marché des *swaps* sur Eonia. Ce marché très actif, profond et liquide n'a pas d'équivalent en dehors de la zone euro.

Les marchés de titres de créance

Le marché monétaire au sens large comprend également le marché des titres à court terme. Fin 2000, l'encours des titres de créance à court terme émis par les résidents de la zone euro représentait près de 10 % du PIB, niveau pratiquement inchangé par rapport à celui de 1990 (cf. tableau 2.5). L'importance relative des différentes catégories d'émetteurs a toutefois changé durant les années quatre-vingt-dix. En 1990, le principal émetteur était le secteur public (7,3 % du PIB), alors qu'en 2000, l'encours des titres de créance à court terme libellés en euros émis par le secteur privé, notamment les IFM, était supérieur à celui des titres émis par le secteur public (5,3 % du PIB, contre 3,8 % du PIB).

Plus importante est la place des titres de créance à long terme libellés en euros émis par les résidents de la zone euro. L'encours de ces titres représentait 92 % du PIB fin 2000, contre 52 % du PIB fin 1990 (cf. tableau 2.6). Le secteur public (administrations centrales et autres administrations publiques) est le principal émetteur de titres de créance à long terme. À fin 2000, l'encours de titres de créance à long terme libellés en euros émis par le secteur public atteignait près de 50 % du PIB. La deuxième catégorie d'émetteurs en termes d'encours était celle des IFM (34 % du PIB en 2000). L'encours de titres de créance à long terme émis en euros par les sociétés non financières et les institutions financières non monétaires était de l'ordre de 8 % du PIB, mais sa progression a été relativement rapide depuis le début de la phase III de l'UEM.

Le financement par émission de titres de créance est moins important dans la zone euro qu'aux États-Unis et au Japon. Les encours à fin 2000 représentaient 101 % du PIB dans la zone euro, contre 147 % et 127 % du PIB, respectivement, aux États-Unis et au Japon (cf. tableau 2.7). En ce qui concerne les

Encours de titres de créance à court terme libellés en euros émis par les résidents de la zone euro

Tableau 2.5

(données de fin d'année, en milliards d'euros et, entre crochets, en pourcentage du PIB)

	1990	1995	1998	1999	2000
Total	469,3 [10,7]	606,1 [11,4]	532,7 [9,1]	585,5 [9,6]	579,0 [9,0]
<i>dont émis par :</i>					
IFM	99,6 [2,3]	167,7 [3,2]	165,0 [2,8]	249,3 [4,1]	244,0 [3,8]
Institutions financières non monétaires	4,2 [0,1]	9,6 [0,2]	8,9 [0,2]	6,0 [0,1]	4,5 [0,1]
Sociétés non financières	44,4 [1,0]	33,7 [0,6]	46,3 [0,8]	66,8 [1,1]	87,0 [1,4]
Secteur public	321,1 [7,3]	395,0 [7,4]	312,5 [5,3]	263,3 [4,3]	244,3 [3,8]

Source : BCE

agents non financiers, l'encours des titres de créance émis par les sociétés non financières de la zone euro s'établissait à 6 % du PIB fin 2000, contre 25 % et 16 % du PIB aux États-Unis et au Japon, respectivement.

En dépit de la forte croissance du marché des titres de créance de la zone euro, certains compartiments du marché, comme celui des titres ne faisant pas l'objet d'une notation ou affectés d'une cote de crédit faible, sont demeurés relativement peu développés. Par rapport aux États-Unis, un petit nombre seulement de sociétés non financières de la zone euro bénéficiaient d'une notation en 2000, d'où un accès limité au marché obligataire.

Certains compartiments du marché des titres de créance de la zone euro sont peu développés

Encours de titres de créance à long terme libellés en euros émis par les résidents de la zone euro

Tableau 2.6

(données de fin d'année, en milliards d'euros et, entre crochets, en pourcentage du PIB)

	1990	1995	1998	1999	2000
Total	2 303,7 [52,4]	4 127,7 [77,7]	5 093,3 [86,8]	5 536,6 [90,5]	5 897,1 [91,7]
<i>dont émis par :</i>					
IFM	960,7 [21,8]	1 467,1 [27,6]	1 849,6 [31,5]	2 014,4 [32,9]	2 175,7 [33,8]
Institutions financières non monétaires	52,8 [1,2]	83,2 [1,6]	122,6 [2,1]	194,8 [3,2]	251,3 [3,9]
Sociétés non financières	151,5 [3,4]	223,7 [4,2]	225,1 [3,8]	252,0 [4,1]	287,6 [4,5]
Secteur public	1 138,7 [25,9]	2 353,6 [44,3]	2 896,1 [49,3]	3 075,8 [50,3]	3 182,4 [49,5]

Source : BCE

Tableau 2.7

Encours de titres de créance libellés en monnaies nationales émis par les résidents de la zone euro, des États-Unis et du Japon à fin 2000

(en pourcentage du PIB)

	Total	Émis par les sociétés financières	Émis par les sociétés non financières	Émis par les administrations publiques
Zone euro	100,7	41,5	5,9	53,3
États-Unis	146,9	85,7	24,6	38,7
Japon	126,5	16,1	16,0	96,0

Sources : BCE et BRI

1) Les titres garantis par l'État tels que ceux représentatifs de prêts hypothécaires émis par divers organismes bénéficiant de la garantie de l'État, qui représentaient 43,6 % du PIB à fin 2000, sont classés dans les titres émis par les sociétés financières.

Le marché des actions

Une capitalisation boursière de la zone euro en hausse, mais inférieure à celle des États-Unis

En ce qui concerne le marché des actions, son importance est généralement estimée à l'aide d'un indicateur, la capitalisation boursière des actions cotées rapportée au PIB. La capitalisation boursière totale des marchés de la zone euro a progressé de 21 % du PIB fin 1990 à 93 % du PIB fin 2000. Elle est toutefois restée nettement inférieure à celle des États-Unis ; au demeurant, l'écart entre le ratio capitalisation boursière/PIB des États-Unis et celui de la zone euro s'est même creusé, passant de quelque 30 points de pourcentage en 1990 à 60 points de pourcentage en 2000. Au Japon, en revanche, la capitalisation boursière est revenue de 87 % du PIB en 1990 à 68 % du PIB en 2000. Il convient de souligner que les évolutions des cours des actions ont eu une incidence déterminante sur ces ratios.

Le nombre croissant de sociétés cotées en bourse dans la zone euro

Les statistiques relatives au nombre des entreprises inscrites à la cote donnent une indication supplémentaire de l'importance du marché boursier. Dans la zone euro, leur nombre est passé de 4 276 fin 1990 à 6 112 fin 2000 (cf. tableau 2.9). À titre de comparaison, le nombre des sociétés cotées aux États-Unis et au Japon à fin 2000 s'établissait respectivement à 7 657 et 2 096.

Tableau 2.8

Capitalisation boursière dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

(en pourcentage du PIB en fin d'année)

	1990	1995	1998	1999	2000
Zone euro	21	29	61	90	93
États-Unis	54	94	145	180	153
Japon	87	72	56	91	68

Source : Fédération internationale des bourses de valeurs

Nombre de sociétés nationales ou étrangères cotées en bourse dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

(en fin d'année)

Tableau 2.9

	1990	1995	1998	1999	2000
Zone euro	4 276	3 756	4 775	5 453	6 112
États-Unis	6 765	7 369	7 750	7 429	7 657
Japon	1 752	1 865	1 890	1 935	2 096

Source : Fédération internationale des bourses de valeurs

Le marché des actions de la zone euro se démarque, en outre, de ceux des États-Unis et du Japon par le fait que, aux États-Unis et au Japon, les activités sont concentrées sur une ou deux bourses. Dans la zone euro, chaque pays dispose généralement d'au moins un marché boursier. Depuis l'introduction de l'euro, de nombreuses initiatives ont été lancées en vue de constituer des alliances ou de fusionner les activités boursières des différents pays de la zone euro. Les opérateurs de marché semblent également prendre en compte de plus en plus les facteurs économiques communs à l'ensemble de la zone euro. L'intégration croissante des marchés d'actions de la zone euro est clairement attestée par la création d'une série d'indices boursiers à l'échelle de la zone euro, tel l'indice Dow Jones EuroStoxx.

Une intégration croissante des marchés boursiers de la zone

2.7 Les intermédiaires financiers

Les établissements de crédit et autres Institutions financières monétaires (IFM)

Les principaux intermédiaires financiers de la zone euro sont les établissements de crédit. Ces derniers répondent à la définition énoncée dans deux directives de coordination bancaire¹ et sont assujettis aux normes prudentielles communes à l'ensemble de l'UE. Les établissements de crédit sont les contreparties aux opérations de politique monétaire de la banque centrale (cf. chapitre 4). Étant donné qu'ils octroient des prêts aux ménages et aux entreprises, notamment sur la base des financements obtenus auprès de la banque centrale, ces établissements jouent un rôle essentiel dans la transmission des impulsions de la politique monétaire à l'économie (cf. section 3.2). Le terme d'« Institution financière monétaire » a été créé parce qu'un nombre croissant d'institutions ne figurant pas parmi les établissements de crédit, notamment les OPCVM monétaires², exercent des activités et offrent des produits qui étaient traditionnellement l'apanage des banques.

La définition des établissements de crédit et des IFM

¹ Le terme d'« établissement de crédit » fait référence à un établissement répondant à la définition des directives de coordination bancaire 77/780/CEE du 12 décembre 1977 et 89/646/CEE du 30 décembre 1989, c'est-à-dire « une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ».

² Les OPCVM sont des entreprises d'investissement collectif dont les parts sont, en termes de liquidité, de proches substituts des dépôts et qui effectuent essentiellement des placements en instruments du marché monétaire et/ou en autres titres de créance négociables d'une échéance résiduelle inférieure ou égale à un an, et/ou sous la forme de dépôts bancaires, et/ou qui offrent un rendement proche des taux d'intérêt des instruments du marché monétaire.

La diminution du nombre des IFM sous l'effet du processus de consolidation financière

Les bilans agrégés et consolidés des IFM

Les dépôts et crédits sont les rubriques les plus importantes du bilan des IFM

Les établissements de crédit représentaient 82% de l'ensemble des IFM de la zone euro à la fin 2000 (cf. tableau 2.10). Les OPCVM monétaires formaient la deuxième catégorie d'IFM. Fin 2000, la zone euro comptait 9 096 IFM. Ce chiffre reflète le grand nombre, dans plusieurs pays, de caisses d'épargne et de banques mutualistes, exerçant souvent leur activité au niveau local, et d'établissements de crédit spécialisés. Le nombre des IFM a fortement diminué entre 1998 et 2000, à la faveur du processus de concentration au sein du secteur bancaire européen. Cette tendance à la concentration du secteur des établissements de crédit répond aux nouvelles conditions de marché qui se sont instaurées sous l'effet d'un certain nombre de facteurs tels que les évolutions technologiques, la déréglementation, la libéralisation et la mondialisation. L'introduction de l'euro a probablement favorisé ce processus en renforçant la transparence transfrontalière.

La BCE et les BCN collectent des statistiques mensuelles et trimestrielles auprès des IFM de la zone euro et établissent un bilan agrégé ainsi qu'un bilan consolidé des IFM pour la zone euro. Le bilan agrégé du secteur des IFM est la somme des bilans harmonisés de l'ensemble des IFM résidentes de la zone euro. Il présente des informations relatives aux positions inter-IFM en termes bruts et comprend les activités transfrontière inter-IFM tant au sein de la zone euro qu'au regard du reste du monde. Cette information est utile dans le cadre d'une évaluation du degré d'intégration des systèmes financiers et de l'importance du marché interbancaire. Le bilan consolidé du secteur des IFM est obtenu par compensation des positions inter-IFM de la zone euro figurant au bilan agrégé. Il sert de support à l'analyse régulière des évolutions monétaires et du crédit dans la zone euro, notamment des agrégats monétaires (cf. encadré 2.3).

Le graphique 2.7 présente la structure, à fin 2000, du bilan consolidé des IFM de la zone euro y compris l'Eurosystème. Les dépôts représentaient 43% du total des passifs, les autres rubriques importantes étant celles des engagements vis-à-vis des non-résidents et des titres de créance, entrant à hauteur de 17% et 13%, respectivement, dans le passif total des IFM. Les crédits constituaient la part la plus élevée du total des actifs (68% fin 2000). Les financements sous la forme de titres de créance, actions et autres titres de participation représentaient 15% de l'actif total des IFM.

Tableau 2.10

Nombre d'institutions financières monétaires dans la zone euro
(en fin d'année)

	1998	1999	2000
Établissements de crédit	8 320	7 898	7 476
OPCVM monétaires	1 516	1 526	1 600
Banques centrales et autres institutions	20	20	20
Total des IFM	9 856	9 444	9 096

Source : BCE

Les agrégats monétaires

La définition des agrégats monétaires de la zone euro a pour base le bilan consolidé des IFM de la zone euro. En général, le caractère approprié de la définition des agrégats monétaires dépend, dans une large mesure, de l'objectif que doit servir l'agrégat retenu. Étant donné que de nombreux actifs financiers sont substituables et que la nature et les caractéristiques des actifs financiers, des transactions et des moyens de paiement varient au fil du temps, il n'est pas toujours aisé de définir la monnaie et d'identifier les actifs financiers correspondant à telle ou telle définition de la monnaie. Pour ces raisons, les banques centrales choisissent habituellement de définir et de suivre l'évolution de plusieurs agrégats monétaires.

Les définitions que donne la BCE des agrégats monétaires de la zone euro reposent sur une définition harmonisée non seulement des secteurs émetteur et détenteur de monnaie, mais aussi des catégories d'engagements des IFM. Le secteur émetteur de monnaie regroupe les IFM résidentes de la zone euro. Le secteur détenteur de monnaie

recouvre l'ensemble des non-IFM résidentes de la zone euro à l'exception des administrations centrales. Bien que les administrations centrales ne soient pas considérées comme faisant partie du secteur émetteur de monnaie, les engagements des administrations centrales présentant un caractère monétaire figurent dans la définition des agrégats monétaires en tant que catégorie spéciale en raison de leur nature extrêmement liquide.

En se fondant sur des considérations théoriques et des études empiriques, et conformément aux pratiques internationales, l'Eurosystème a défini un agrégat étroit (M1), un agrégat « intermédiaire » (M2) et un agrégat large (M3). Ces agrégats diffèrent quant au degré de liquidité des actifs qu'ils recouvrent. Le tableau 2.11 ci-après présente les définitions des agrégats monétaires de la zone euro.

M1 comprend la monnaie fiduciaire (billets et pièces) ainsi que les disponibilités pouvant être immédiatement transformées en numéraire ou utilisées pour des paiements scripturaux, tels que les dépôts à vue.

Tableau 2.11

Définition des agrégats monétaires de la zone euro

Engagements ¹⁾	M1	M2	M3
Monnaie fiduciaire	X	X	X
Dépôts à vue	X	X	X

Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans		X	X
Dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à 3 mois		X	X

Pensions			X
Titres d'OPCVM monétaire et instruments du marché monétaire			X
Titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans			X

1) Engagements du secteur émetteur de monnaie et engagements de l'administration centrale présentant un caractère monétaire détenus par le secteur détenteur de monnaie

M2 comprend M1 ainsi que les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois. Ces dépôts peuvent être transformés en composantes de l'agrégat monétaire étroit, mais dans certains cas, il peut exister des restrictions à cet égard, comme l'exigence d'un préavis, de pénalités ou de commissions.

M3 recouvre M2 ainsi que des instruments négociables émis par le secteur des IFM résidentes. Ces instruments négociables sont les pensions, les titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans. En raison de leur degré élevé de liquidité et des certitudes qu'ils présentent en matière de cours, ces instruments constituent des substituts proches des dépôts. Du fait de leur inclusion dans M3, cet agrégat large est moins affecté par les transferts opérés entre les différentes catégories d'actifs liquides que ne le sont les

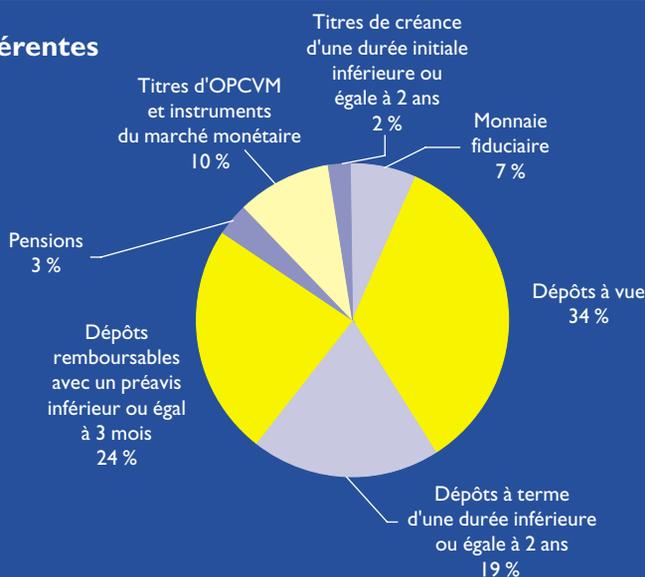
agrégats monétaires plus étroits et se trouve donc être plus stable (cf. aussi chapitre 3).

Les actifs liquides libellés en devises et détenus par les résidents de la zone euro peuvent constituer de proches substituts des actifs libellés en euros. Par conséquent, les agrégats monétaires comprennent ces actifs s'ils sont détenus auprès d'IFM situées dans la zone euro.

Le graphique 2.6 présente les parts relatives des composantes de M3 en décembre 2000. Les dépôts à vue en constituent la plus importante, à savoir 34 % de M3. La part dans M3 des dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois s'est élevée à 24 %, et celle des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans à 19 %. La part des titres d'OPCVM et instruments du marché monétaire s'est établie à 10 % de M3 et celle de la monnaie fiduciaire à 7 %. Enfin, les pensions et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans ont représenté respectivement 3 % et 2 % de M3.

Graphique 2.6

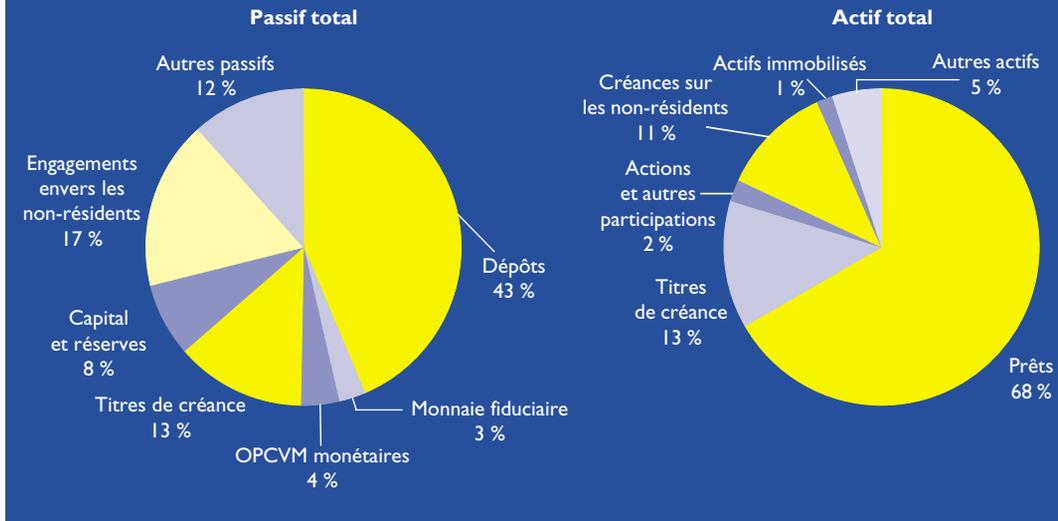
Part respective des différentes composantes de M3 à fin 2000



Source : BCE

Ventilation du bilan consolidé des IFM de la zone euro (Eurosystème inclus) à fin 2000

(parts en pourcentage dans le bilan total)



Source : BCE

Fin 2000, les dépôts bancaires au sein de la zone euro constituaient 79 % du PIB (cf. tableau 2.12), soit plus qu'aux États-Unis (38 % du PIB) et moins qu'au Japon (111 % du PIB). Parallèlement, les crédits bancaires représentaient 108 % du PIB de la zone euro, alors qu'aux États-Unis et au Japon, ce ratio s'établissait à 51 % et 104 %, respectivement. En outre, dans la zone euro comme aux États-Unis, les crédits bancaires aux entreprises non financières représentaient quelque 40 % du PIB fin 2000. Au Japon, en revanche, ils constituaient 73 % du PIB à cette même date.

Les dépôts et crédits bancaires dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

Dépôts et prêts bancaires dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon à fin 2000

(en pourcentage du PIB)

Tableau 2.12

	Dépôts bancaires	Prêts bancaires	Prêts bancaires aux sociétés non financières
Zone euro	79,1	107,7	41,8
États-Unis	37,6	50,8	38,2
Japon	110,7	103,8	72,8

Sources : BCE, Système fédéral de réserve et Banque du Japon

Les autres intermédiaires financiers

Le rôle encore faible
des non-IFM

Le financement indirect des secteurs public et privé n'est pas seulement le fait des IFM, mais également d'autres intermédiaires financiers tels que les sociétés d'assurance et les fonds de pension, les auxiliaires financiers³, les fonds communs de placement, les opérateurs sur titres et instruments dérivés et les sociétés financières exerçant des activités de crédit. Ces intermédiaires se distinguent principalement des établissements de crédit par l'absence de dépôts au passif de leur bilan. Selon les estimations disponibles, ces autres intermédiaires financiers sont devenus de plus en plus actifs au cours des années quatre-vingt-dix, mais leur rôle demeure encore mineur par rapport à celui des IFM. À fin 1999, les actifs cumulés des sociétés d'assurance, fonds communs de placement et fonds de pension dans la zone euro représentaient l'équivalent de 41 % du PIB, contre 253 % du PIB pour les actifs des IFM. Néanmoins, le volume global des actifs de ces autres intermédiaires financiers a connu une forte progression dans la zone euro.

³ *Le sous-secteur des auxiliaires financiers comprend l'ensemble des sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à exercer des activités financières auxiliaires, c'est-à-dire des activités étroitement liées à l'intermédiation financière, mais n'en faisant toutefois pas partie, tels les courtiers d'assurance, de crédit ou en valeurs mobilières.*

3 La stratégie de politique monétaire de la BCE

Ce chapitre décrit la stratégie de politique monétaire de la BCE, c'est-à-dire la démarche générale retenue par la BCE pour atteindre son objectif principal de maintien de la stabilité des prix. La première section est plus spécifiquement consacrée à cet objectif. La deuxième résume certaines caractéristiques du mécanisme de transmission de la politique monétaire et leurs implications pour la conduite de cette dernière. La stratégie est expliquée de façon plus détaillée dans la troisième section et la dernière traite du rôle de communication de la stratégie de la BCE.

3.1 La stabilité des prix, objectif principal de la politique monétaire unique

Les avantages de la stabilité des prix

L'objectif principal de la BCE, et de la politique monétaire unique dont elle a la responsabilité, est défini par le Traité comme le maintien de la stabilité des prix (cf. chapitre I). Le Traité assigne cet objectif à la BCE pour de bonnes raisons. Des décennies d'expériences et un grand nombre d'études économiques donnent à penser que c'est en maintenant durablement la stabilité des prix que la politique monétaire sera la plus à même de contribuer à l'amélioration des perspectives économiques et à l'augmentation du niveau de vie des citoyens. La stabilité des prix, qui consiste à éviter à la fois une inflation et une déflation prolongées, contribue de différentes manières à l'obtention des niveaux élevés d'activité économique et d'emploi.

Tout d'abord, la stabilité des prix permet d'identifier plus facilement les changements intervenus dans les prix relatifs, étant donné qu'ils ne sont pas masqués par des fluctuations du niveau global des prix. Par conséquent, les entreprises et les consommateurs peuvent prendre des décisions de consommation et d'investissement mieux fondées, permettant ainsi au marché d'effectuer une allocation plus efficace des ressources. En aidant le marché à orienter les ressources vers les emplois les plus productifs, la stabilité des prix accroît le potentiel productif de l'économie.

En second lieu, si les investisseurs sont convaincus que la stabilité des prix sera maintenue à l'avenir, ils n'exigeront pas une prime de risque sur l'inflation pour les dédommager du risque encouru en cas de détention d'actifs à long terme. En réduisant la part de cette prime de risque dans le taux d'intérêt réel, la politique monétaire peut contribuer à une allocation efficace des ressources et stimuler l'investissement, favorisant, par là-même, la croissance économique.

Troisièmement, si le maintien de la stabilité des prix est crédible, il est moins probable que les particuliers et les entreprises détournent les ressources des emplois productifs pour se prémunir contre l'inflation. Par exemple, dans un contexte d'inflation élevée, les agents économiques sont incités à stocker des biens réels, étant donné que, dans de telles circonstances, ces derniers constituent une meilleure réserve de valeur que la monnaie ou certains actifs financiers. La constitution de stocks de biens n'est pas une décision d'investissement efficace et entrave, par conséquent, la croissance économique.

La stabilité des prix concourt à l'augmentation des niveaux de vie en contribuant...

... à améliorer la transparence des prix relatifs...

... à réduire, dans les taux d'intérêt, la prime de risque sur l'inflation,...

... à éviter des opérations de couverture inutiles...

... à réduire les distorsions introduites par les systèmes fiscaux...

... et à prévenir les redistributions arbitraires de richesse

La BCE a défini la stabilité des prix en termes quantitatifs

La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme

Quatrièmement, les systèmes fiscaux et sociaux peuvent créer des effets pervers qui faussent le comportement économique. Dans la plupart des cas, ces distorsions sont exacerbées par l'inflation ou la déflation. La stabilité des prix permet également d'éliminer les coûts réels induits lorsque l'inflation amplifie les effets de distorsion exercés par les systèmes fiscaux et de protection sociale.

Cinquièmement, le maintien de la stabilité des prix permet d'éviter l'important phénomène de redistribution arbitraire de la richesse et des revenus qui apparaît dans des environnements tant inflationnistes que déflationnistes. Un environnement de prix stables contribue ainsi à préserver la cohésion sociale et la stabilité. Comme l'ont démontré plusieurs exemples au vingtième siècle, des taux élevés d'inflation ou de déflation engendrent souvent l'instabilité sociale et politique.

Tous ces arguments permettent de penser qu'une banque centrale qui maintient la stabilité des prix contribue de façon significative à la réalisation d'objectifs économiques plus vastes tels que l'augmentation du niveau de vie, des niveaux élevés d'activité économique et l'amélioration des perspectives en matière d'emploi. Cette conclusion est étayée par la réalité économique qui montre, pour de nombreux pays et en se basant sur des méthodologies et des périodes très différentes, que les économies dont l'inflation est plus faible connaissent, en moyenne, une croissance réelle plus rapide à long terme.

La définition de la BCE de la stabilité des prix

Même si le Traité stipule clairement que le maintien de la stabilité des prix est l'objectif principal de la BCE, il ne donne pas de définition précise de ce que recouvre cette notion. Afin de préciser cet objectif, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté, en 1998, la définition quantitative suivante: « La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2% dans la zone euro »¹.

Parallèlement, le Conseil des gouverneurs a également déclaré que la stabilité des prix « devait être maintenue à moyen terme ». Cela reflète le consensus selon lequel la politique monétaire ne peut pas procéder à un réglage fin des évolutions des prix ou de l'inflation sur des horizons courts de quelques semaines ou quelques mois. Les inflexions de politique monétaire n'influent sur les prix qu'avec un certain décalage dans le temps et l'ampleur des effets qui en découleront au bout du compte est incertaine (cf. section 3.2). Cela signifie que la politique monétaire ne peut neutraliser toutes les perturbations non anticipées affectant le niveau des prix. Une certaine volatilité à court terme de l'inflation est, par conséquent, inévitable.

Plusieurs raisons expliquent l'annonce par le Conseil des gouverneurs d'une définition quantitative de la stabilité des prix. Tout d'abord, en clarifiant la façon dont le Conseil des gouverneurs interprète l'objectif qui lui a été assigné

¹ Cf. communiqué de presse de la BCE intitulé Une stratégie de politique monétaire générale pour le SEBC axée sur la stabilité en date du 13 octobre 1998

par le Traité, cette définition rend plus compréhensible le cadre de politique monétaire (il rend la politique monétaire plus transparente). Deuxièmement, la définition de la stabilité des prix fournit un repère permettant au public d'évaluer les résultats atteints par la BCE. Les écarts entre l'évolution des prix et la stabilité des prix peuvent être identifiés et la BCE doit expliquer les écarts prolongés par rapport à cette définition et préciser comment la stabilité des prix sera rétablie dans un délai acceptable. Enfin, cette définition est destinée à guider les anticipations relatives à l'évolution future des prix. L'engagement premier de la BCE de maintenir la stabilité des prix devrait fournir au public et aux marchés financiers de bonnes raisons de penser qu'à moyen terme, l'inflation se situera au sein de la fourchette considérée compatible avec la stabilité des prix. Stabiliser ainsi les anticipations d'inflation à long terme devrait contribuer à empêcher les entreprises, les syndicats et les agents parties prenantes au processus de détermination des salaires et des prix d'intégrer des taux plus élevés d'inflation dans leurs décisions ce qui, à son tour, rendrait plus difficile le maintien de la stabilité des prix. La définition de la stabilité des prix contribue, par conséquent, à renforcer la crédibilité et à accroître l'efficacité de la politique monétaire unique.

La définition de la stabilité des prix comporte un certain nombre de caractéristiques notables.

Premièrement, ni une inflation durable, ni une déflation prolongée ne sont compatibles avec cette définition. La mention « inférieure à 2 % » établit clairement la limite supérieure pour le taux d'inflation mesuré par l'IPCH qui est compatible avec la stabilité des prix. Parallèlement, l'emploi du terme « progression » dans la définition indique que la déflation, c'est-à-dire des baisses du niveau de l'IPCH, est incompatible avec la stabilité des prix.

Deuxièmement, la définition identifie un indice spécifique des prix, à savoir l'IPCH pour la zone euro, comme l'indice devant être utilisé pour évaluer si la stabilité des prix a été atteinte et maintenue. Cet indice a été harmonisé entre les différents pays de la zone euro. Son utilisation est logique, étant donné l'attention habituellement attachée par le public aux prix à la consommation. L'IPCH couvre un large éventail de dépenses de consommation (cf. encadré 3.1).

Troisièmement, la définition reconnaît implicitement l'existence potentielle de distorsions en matière de mesure du niveau des prix à partir de l'IPCH. Un certain nombre d'études économiques ont relevé l'existence de biais de mesure affectant les indices de prix à la consommation. Ils sont essentiellement dus aux modifications des habitudes de dépense et à l'amélioration de la qualité des biens et services figurant dans le panier retenu pour définir tel ou tel indice de prix. Ces distorsions ne peuvent pas toujours être entièrement corrigées lorsque l'on élabore des indices de prix. À cause de l'existence de ces distorsions, les indices de prix ont généralement tendance à surévaluer légèrement le véritable taux d'inflation. L'IPCH pour la zone euro est un concept relativement nouveau pour lequel il n'existe pas de longues séries de données rétrospectives. Jusqu'à présent, il n'existe pas d'élément concluant quant à l'ampleur d'un biais potentiel inhérent à la mesure de l'IPCH. Eurostat, agence de la Commission européenne en charge du domaine des statistiques au niveau de l'UE, a tenté d'éviter un biais de mesure de l'IPCH en fixant des

Cette définition renforce la transparence et la responsabilité et fournit un point d'ancrage aux anticipations d'inflation

Les caractéristiques de la définition :

« Une progression... inférieure à 2 % »

« l'IPCH »

Un biais de mesure potentiel est pris en considération

La construction et les caractéristiques de l'IPCH

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour définir la stabilité des prix dans la zone euro. Le travail conceptuel sur l'harmonisation des indices nationaux des prix à la consommation a été effectué par la Commission européenne (Eurostat) en liaison étroite avec les instituts nationaux de statistiques. En tant que principaux utilisateurs, l'Institut monétaire européen (IME) puis, ensuite, la BCE, ont été étroitement impliqués dans ces travaux.

Les chiffres de l'IPCH publiés par Eurostat sont disponibles depuis janvier 1995. Des données rétropolées, qui ne sont pas totalement comparables avec les chiffres établis pour l'IPCH à partir de 1995, sont disponibles pour l'IPCH global et ses cinq grandes composantes à compter de 1990. Quatre de ces composantes concernent les prix des biens et représentent ensemble 61,9 % de l'IPCH, contre 38,1 % pour la composante des services (cf. tableau 3.1). Cette ventilation a principalement pour objet d'identifier différents facteurs économiques. Ainsi, les évolutions de la composante énergie sont-

elles étroitement liées aux fluctuations des cours du pétrole. Les prix des produits alimentaires sont ventilés en produits alimentaires transformés et non transformés, parce que les prix de ces derniers subissent, notamment, l'influence des conditions météorologiques et des variations saisonnières, facteurs qui exercent une incidence moindre sur les prix des produits alimentaires transformés.

Les mesures d'harmonisation introduites pour élaborer l'IPCH dans les différents pays reposent sur plusieurs règlements et directives communautaires approuvés par les États membres. Elles portent, entre autres, sur la couverture des dépenses de consommation, les normes initiales pour les procédures d'ajustement de la qualité et la réglementation commune en matière de traitement des nouveaux biens et services. Le terme « initial » fait référence au fait qu'une poursuite de l'harmonisation est prévue dans plusieurs domaines. De plus, un classement harmonisé détaillé a été arrêté pour les sous-indices, permettant une comparaison cohérente des évolutions des prix dans des sous-groupes détaillés de dépenses de consommation à travers la zone euro. Des règles ont été établies pour fixer la fréquence à laquelle il convient de réviser les pondérations des cours des matières premières dans l'IPCH. En janvier 2000 et janvier 2001, des mesures importantes ont été prises en vue de poursuivre l'harmonisation, d'améliorer la comparabilité des méthodes de calcul de l'IPCH entre les différents pays ainsi que d'étendre la couverture des dépenses de consommation. La question de la prise en compte des coûts des logements occupés par leurs propriétaires, seul poste important qui ne figure pas encore dans l'indice, a été abordée dans le cadre du groupe de travail sur les statistiques d'Eurostat en 2001.

Tableau 3.1
Pondérations des principales composantes de l'IPCH applicables pour 2001

Indice global	100,0
Prix des biens	61,9
Produits alimentaires non transformés	8,2
Produits alimentaires transformés	12,3
Produits industriels transformés	32,1
Énergie	9,5
Services	38,1

Source : Eurostat

normes statistiques appropriées pour les instituts statistiques nationaux (par exemple, pour la révision de la pondération des dépenses dans l'indice à des intervalles de temps appropriés et l'inclusion de nouveaux biens). L'existence possible d'un léger biais de mesure positif de l'IPCH et l'incertitude concernant son ampleur expliquent pourquoi la BCE n'a pas spécifié de valeur pour la limite inférieure de la définition. En fixant la limite supérieure à 2 %, la BCE s'est réservée une marge comportant toutes les estimations plausibles des biais de mesure de l'IPCH.

Quatrièmement, en décidant implicitement que le biais de mesure de l'IPCH est la limite inférieure de la fourchette considérée compatible avec la stabilité des prix, la définition de la BCE n'autorise que des taux positifs de « véritable » inflation. Elle crée, par conséquent, une « marge de sécurité » qui contribue à faire en sorte que des taux négatifs de « véritable » inflation sont évités. Éviter la déflation est important car lorsqu'une fois qu'elle intervient, elle risque de perdurer en raison de la menace qu'elle fait peser sur la stabilité financière.

Cinquièmement, la stabilité des prix est évaluée à partir de l'IPCH pour la zone euro, ce qui indique que des décisions relatives à la politique monétaire unique visent à la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone.

La définition de la stabilité de la BCE est conforme aux définitions utilisées par la plupart des BCN de la zone euro avant le passage à l'Union monétaire. En outre, lors de l'adoption des *Grandes orientations économiques* en juillet 1995, le Conseil de l'Union européenne (Ecofin) a indiqué que la valeur de 2 % était le taux maximum d'inflation compatible avec la stabilité des prix. Il convient de souligner que la définition de la BCE a vocation à constituer une quantification durable de l'objectif premier de la politique monétaire unique.

3.2 Le mécanisme de transmission de la politique monétaire

Étant donné que le Conseil des gouverneurs est chargé de prendre les décisions de politique monétaire visant au maintien de la stabilité des prix, la compréhension du mécanisme par lequel la politique monétaire influe sur le niveau des prix, compte tenu de la situation économique, est essentielle pour la BCE. Le processus par lequel les décisions de politique monétaire exercent un effet sur l'économie en général, et le niveau des prix en particulier, est connu sous le nom de mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il est bien établi, d'un point de vue tant théorique qu'empirique, que toute mesure de politique monétaire n'agit sur l'économie qu'au terme d'un délai considérable et que son incidence précise est difficile à estimer. En d'autres termes, l'incidence de la politique monétaire sur les prix est soumise à des délais longs, variables et incertains.

Le rôle et les limites de la politique monétaire

À long terme, la politique monétaire détermine la valeur nominale des biens et services (le niveau général des prix). Les variations du niveau des prix indiquent l'ampleur de la variation du pouvoir d'achat dans le temps. Cette constatation a pour corollaire l'hypothèse, généralement acceptée par les économistes, selon laquelle l'inflation est fondamentalement un phénomène

Une marge de sécurité contre la déflation

L'accent mis sur l'ensemble de la zone

Une quantification durable de l'objectif principal

La définition du mécanisme de transmission

L'inflation est fondamentalement un phénomène monétaire

monétaire. En d'autres termes, les périodes prolongées de forte croissance monétaire vont généralement de pair avec une inflation élevée. La validité de cette relation a été confirmée dans un très grand nombre d'études économiques, portant sur des périodes, des pays et des séries de données différents. À cet égard, la « neutralité » de la monnaie constitue un principe général sous-tendant la pensée économique classique. Selon ce principe, des variations de l'offre de monnaie ne peuvent, à long terme, avoir une incidence que sur les variables nominales et non sur les variables réelles, en d'autres termes les variations de l'offre de monnaie n'auront pas d'effets à long terme sur la production réelle, le chômage ou les taux d'intérêt réels. À long terme, le revenu réel est essentiellement déterminé par des facteurs liés à l'offre (notamment le progrès technologique, la croissance de la population, la flexibilité des marchés et l'efficacité du cadre institutionnel de l'économie). La politique monétaire ne peut, par conséquent, contribuer à la croissance à long terme qu'en maintenant la stabilité des prix (cf. section 3.1). Toutefois, les décisions de politique monétaire peuvent influencer sur les variables réelles à court terme.

Les objectifs assignés par le Traité

Ces caractéristiques clés de la transmission de la politique monétaire représentent les contraintes dans le cadre desquelles toute banque centrale, notamment la BCE, doit agir pour assurer la stabilité des prix. Les effets de la politique monétaire sur le revenu réel et le niveau des prix apparaissent dans la façon dont le Traité a assigné les objectifs et les responsabilités aux différentes instances de décisions. Étant donné que la politique monétaire influe sur le niveau des prix à moyen terme, la stabilité des prix est un objectif réalisable pour la politique monétaire unique. Au contraire, assigner à la politique monétaire un objectif en termes de revenu réel ou d'emploi aurait été inopportun dans la mesure où la politique monétaire ne dispose que d'une très faible latitude pour exercer une influence durable sur les variables réelles. En effet, c'est uniquement par le biais de la poursuite de la stabilité des prix que la politique monétaire peut exercer des effets positifs sur la croissance économique à long terme. En revanche, les politiques budgétaires et structurelles, mais également les partenaires sociaux, ont pour mission de renforcer le potentiel de croissance de l'économie.

Le processus de transmission...

Les canaux de transmission de la politique monétaire

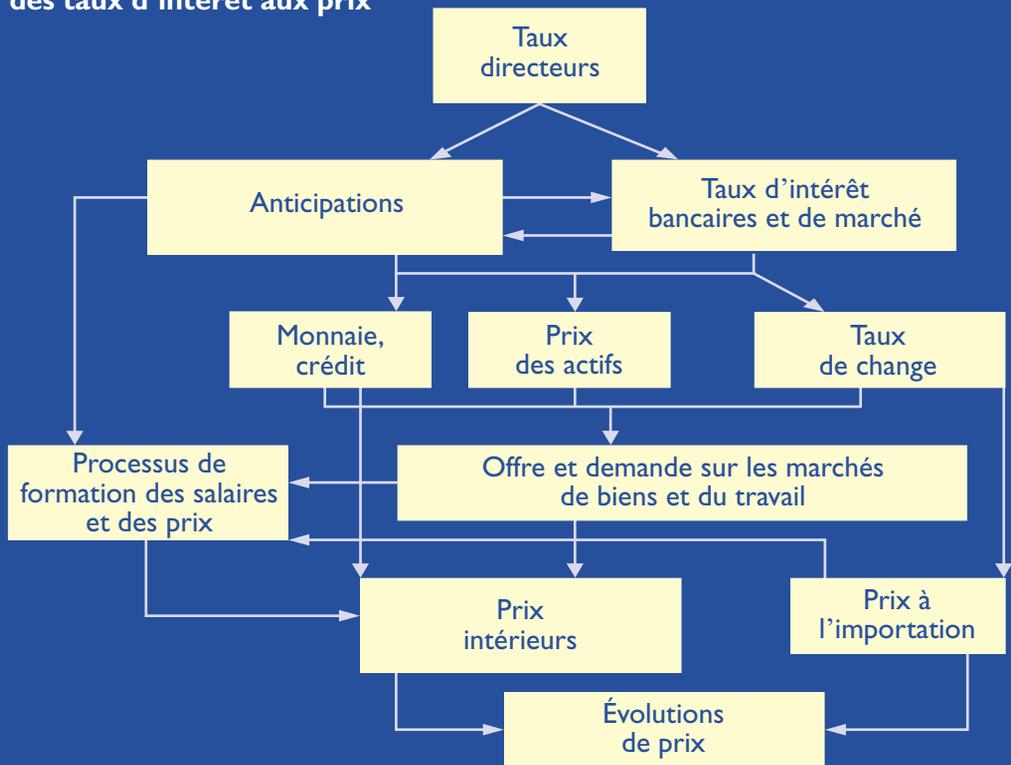
Les incidences de la politique monétaire sur un certain nombre de variables macroéconomiques clés ont été présentées dans la section précédente dans des termes généraux. Toutefois, il importe également de comprendre comment la politique monétaire exerce ces effets compte tenu de l'existence d'un certain nombre de canaux de transmission. Ils sont présentés sous une forme schématique et simplifiée dans le graphique 3.1.

... débute avec une modification des taux directeurs...

La modification des taux d'intérêt de la BCE (taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et des facilités permanentes) constitue le premier maillon de la (longue) chaîne de causes et d'effets reliant les décisions de politique monétaire au niveau des prix (cf. chapitre 4 pour une description détaillée des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème).

Le système bancaire réclame la fourniture de monnaie émise par la banque

Illustration du mécanisme de transmission des taux d'intérêt aux prix



centrale («base monétaire») pour répondre à la demande de monnaie en circulation, pour compenser les soldes interbancaires et satisfaire à la constitution de réserves obligatoires devant être déposées auprès de la banque centrale. Étant donné son monopole sur la création de la base monétaire, la banque centrale est en mesure d'exercer une influence déterminante sur la situation du marché monétaire et, par conséquent, d'orienter les taux d'intérêt du marché monétaire. Les variations de taux du marché monétaire influent, à leur tour, sur d'autres taux d'intérêt de marché, à des degrés divers toutefois.

L'annonce et la mise en œuvre de décisions de politique monétaire peuvent influencer sur les anticipations relatives à l'orientation future de la politique monétaire. Celles-ci exercent à leur tour une incidence sur les taux d'intérêt à long terme, les anticipations d'inflation et la formation des salaires et des prix, de même que sur le prix des actifs et le taux de change.

Comme indiqué plus haut, le niveau de la production à long terme est indépendant de la masse monétaire. Par conséquent, une croissance monétaire excessive conduit en fin de compte à l'inflation. De façon schématique, si la masse monétaire excède l'offre de biens, le niveau général des prix finira par

... qui se répercutent sur les conditions du marché monétaire...

... et influencent les anticipations

Le rôle de la monnaie

augmenter parce que les particuliers voudront dépenser leur excédent de trésorerie à un moment donné. Même si cette description correspond manifestement à une vue très stylisée et simplifiée des mécanismes concernés, elle constitue la base d'une conception de la transmission monétaire dans le cadre de laquelle les tentatives des agents économiques de réduire leurs excédents de liquidités conduisent à une demande accrue de biens et donc à une augmentation des prix pour équilibrer le marché. Une forte croissance monétaire peut aussi directement influencer sur les anticipations inflationnistes et, donc, sur les évolutions de prix. De même, une faible croissance monétaire peut conduire à des anticipations et évolutions de prix déflationnistes. En outre, la croissance monétaire peut refléter les pressions de la demande qui s'exercent à un moment donné dans l'économie, faisant de la monnaie un bon indicateur synthétique des évolutions économiques. Pour toutes ces raisons, les évolutions des agrégats monétaires contiennent des informations utiles pour la politique monétaire et peuvent présenter des propriétés d'indicateur avancé en ce qui concerne les évolutions futures des prix. Ces propriétés justifient largement que l'on assigne un rôle prédominant à la monnaie dans le cadre de la conduite de la politique monétaire, même si la structure précise du mécanisme de transmission est entachée de quelque incertitude.

L'évolution du crédit peut aussi jouer un rôle important dans le processus de transmission étant donné que la disponibilité et le coût du crédit constituent un élément déterminant dans les décisions d'investissement des entreprises et de dépenses des consommateurs et, partant, de la demande globale. Si les entreprises ne parviennent pas à obtenir des crédits, elles doivent recourir au financement interne, qui est souvent insuffisant pour financer de grands projets. Par conséquent, les variations de l'offre de crédit résultant de modifications de la politique monétaire peuvent agir comme un important canal de transmission.

Les inflexions de la politique monétaire et/ou les anticipations de modifications futures de politique monétaire influent sur les prix des actifs financiers et les rendements. Ceux-ci exercent, à leur tour, une influence sur les décisions d'épargne, de dépense et d'investissement des ménages et des entreprises et, finalement, sur la demande de biens et de services dans l'économie de la zone euro. Ainsi, toutes choses égales d'ailleurs, une baisse des taux d'intérêt incite généralement les ménages à dépenser leur revenu actuel plutôt que de l'épargner, car les rendements attendus de l'épargne sont plus faibles. Les taux d'intérêt à long terme peuvent être particulièrement importants étant donné que leur échéance correspond à l'horizon de nombreuses décisions d'investissement des entreprises et d'épargne des ménages, telles que l'épargne au titre de la retraite.

Ces changements de comportement en matière de dépense et d'épargne entraînent une modification du niveau de la demande intérieure de biens et de services par rapport à l'offre. Lorsque la demande excède l'offre, toutes choses égales d'ailleurs, des tensions sur les prix apparaissent.

Bien évidemment, le coût des intrants dans la production influence aussi les évolutions de prix. Les modifications des niveaux de salaires et de la productivité jouent, ici, un rôle significatif. Par conséquent, la politique monétaire exerce également une incidence sur le niveau des prix par le biais de ses

Le rôle du crédit

Les modifications des prix des actifs et des rendements...

... exercent une incidence sur le comportement de consommation et de dépense,...

effets sur la fixation des salaires et des prix des biens intermédiaires. Ses effets sur les anticipations d'inflation sont importants à cet égard : si la politique monétaire peut faire en sorte que son objectif principal de stabilité des prix soit crédible, les anticipations d'inflation resteront fermement ancrées au niveau bas qui a été défini comme correspondant à la stabilité des prix, et le processus de formation des salaires et des prix restera conforme à cet objectif. En cas de perte de crédibilité, les anticipations d'inflation. De cette façon, la politique monétaire peut exercer un effet puissant sur les prix en vigueur à un moment donné par le biais de son incidence sur les anticipations d'inflation. Un autre canal est plus indirect : les changements de la demande effective peuvent se traduire par un resserrement ou un assouplissement de la situation sur les marchés du travail et des produits intermédiaires, et cette évolution peut, à son tour, affecter la détermination des prix sur chacun de ces marchés.

Les modifications de taux d'intérêt induites par les décisions de politique monétaire peuvent également influencer aussi sur le taux de change, notamment par le biais des flux de capitaux internationaux. L'incidence sur l'inflation s'exercera normalement de trois façons. Tout d'abord, les mouvements de taux de change peuvent affecter directement le prix intérieur des produits importés. Si le taux de change s'apprécie, le prix des produits importés a tendance à diminuer, contribuant dès lors à une réduction de l'inflation, dans la mesure où ces produits passent directement à la consommation. Deuxièmement, si ces importations sont utilisées comme des intrants dans le processus de production, la baisse des prix de ces derniers pourrait, à terme, se traduire par une baisse des prix des biens finis. Troisièmement, les évolutions des taux de change peuvent également exercer un effet par le biais de l'incidence sur la compétitivité, au niveau international, de biens produits au niveau national. Si une appréciation du taux de change rend ces produits moins compétitifs en termes de prix sur les marchés internationaux, cela a tendance à limiter la demande extérieure et donc à réduire les pressions de la demande globale dans l'économie. Toutes choses égales d'ailleurs, cette évolution a tendance à atténuer les tensions inflationnistes. L'importance de ces effets de taux de change dépendra du degré d'ouverture de l'économie au commerce international. Ce canal de transmission de la politique monétaire est moins important pour une grande zone monétaire relativement fermée, telle que la zone euro, que pour une petite économie ouverte.

Le mécanisme de transmission de la politique monétaire recouvre donc un ensemble complexe d'interactions économiques. En dépit des efforts des économistes issus des milieux universitaires, des instituts de recherches et des banques centrales, sa compréhension reste partielle. En effet, le degré d'incertitude auquel fait face la BCE peut même être légèrement supérieur à celui auquel sont confrontées nombre d'autres banques centrales étant donné que la BCE est responsable d'une zone monétaire entièrement nouvelle. En outre, des changements institutionnels et de comportement après l'introduction de la monnaie unique au début de 1999 peuvent avoir modifié les relations entre différentes variables économiques. La mise à disposition d'informations et de résultats d'études supplémentaires permettra une compréhension plus détaillée de la transmission de la politique monétaire.

... sur le processus de formation des salaires et des prix...

... et également sur le taux de change

La complexité du processus de transmission

3.3 L'analyse des risques pesant sur la stabilité des prix dans le cadre de la stratégie de politique monétaire de la BCE axée sur la stabilité

Le rôle d'une stratégie de politique monétaire

Un cadre exhaustif pour les décisions de politique monétaire

La politique monétaire doit être anticipatrice...

... axée sur le moyen terme...

Dans le contexte de la discussion qui précède, le défi auquel fait face la BCE peut être résumé comme suit. Le Conseil des gouverneurs de la BCE doit influencer la situation sur le marché monétaire et, par conséquent, le niveau des taux d'intérêt à court terme afin d'assurer au mieux la stabilité des prix à moyen terme, par le biais des effets sur le niveau des prix *via* le processus de transmission de la politique monétaire.

La stratégie de politique monétaire de la BCE vise à relever ce défi. Elle a pour objet de fournir un cadre exhaustif au sein duquel les décisions relatives au niveau approprié des taux d'intérêt à court terme peuvent être prises. Plutôt que de s'attacher à une situation spécifique, la BCE a choisi une stratégie durable afin de faire en sorte que l'approche adoptée en matière de décisions de politique monétaire reste cohérente et systématique. Une telle cohérence contribue à stabiliser les anticipations d'inflation et à asseoir la crédibilité de la BCE.

L'élément principal de la stratégie de politique monétaire de la BCE est sa définition de la stabilité des prix (cf. section 3.1). La stratégie permet ensuite au Conseil des gouverneurs de recevoir toutes les informations pertinentes et éléments d'analyse nécessaires pour prendre des décisions de politique monétaire afin de garantir le maintien de la stabilité des prix de façon systématique et structurée. Enfin, la stratégie doit permettre d'expliquer les décisions de politique monétaire au public de façon claire et transparente.

Les caractéristiques d'une politique monétaire efficace

En raison des délais inhérents au processus de transmission, les changements de politique monétaire intervenus à un moment donné n'influenceront le niveau des prix qu'après un certain nombre de trimestres ou même d'années. Cela signifie que les banques centrales doivent déterminer quelle est la stratégie monétaire nécessaire aujourd'hui pour assurer le maintien de la stabilité des prix à l'avenir après résorption des délais de transmission. Ainsi, la politique monétaire doit être anticipatrice.

En outre, comme cela a été mentionné dans la section 3.2, en raison des délais de transmission, la politique monétaire ne peut, à court terme, absolument pas compenser les chocs imprévus sur le niveau des prix (par exemple, ceux engendrés par les variations des cours internationaux des matières premières). Par conséquent, une certaine volatilité à court terme des taux d'inflation ne peut être évitée. De plus, en raison de la complexité du processus de transmission, il existe toujours un degré élevé d'incertitude entourant les effets de la politique monétaire. C'est pourquoi une orientation à moyen terme de la politique monétaire est importante. Une telle orientation empêchera tout activisme excessif et n'introduira pas de volatilité inutile (et risquant de s'auto-entretenir) dans l'économie réelle, tout en assurant néanmoins la stabilité des prix à moyen terme. Cette orientation à moyen terme est cohérente avec la déclaration de la BCE selon laquelle la « stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme ». Enfin, la BCE doit faire face à une incertitude considérable, en particulier

durant les premières années de l'Union monétaire, quant à la fiabilité des indicateurs économiques, la structure de l'économie de la zone euro et le mécanisme de transmission de la politique monétaire unique notamment. Néanmoins, toutes les banques centrales sont confrontées à un degré d'incertitude élevé et la BCE n'est assurément pas la seule dans ce cas. Par conséquent, une politique monétaire efficace doit être fondée sur une large gamme d'indicateurs, prenant en compte toutes les informations pertinentes et ne s'appuyant pas sur un seul modèle de l'économie.

... et est donc confrontée à un degré considérable d'incertitude

Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE

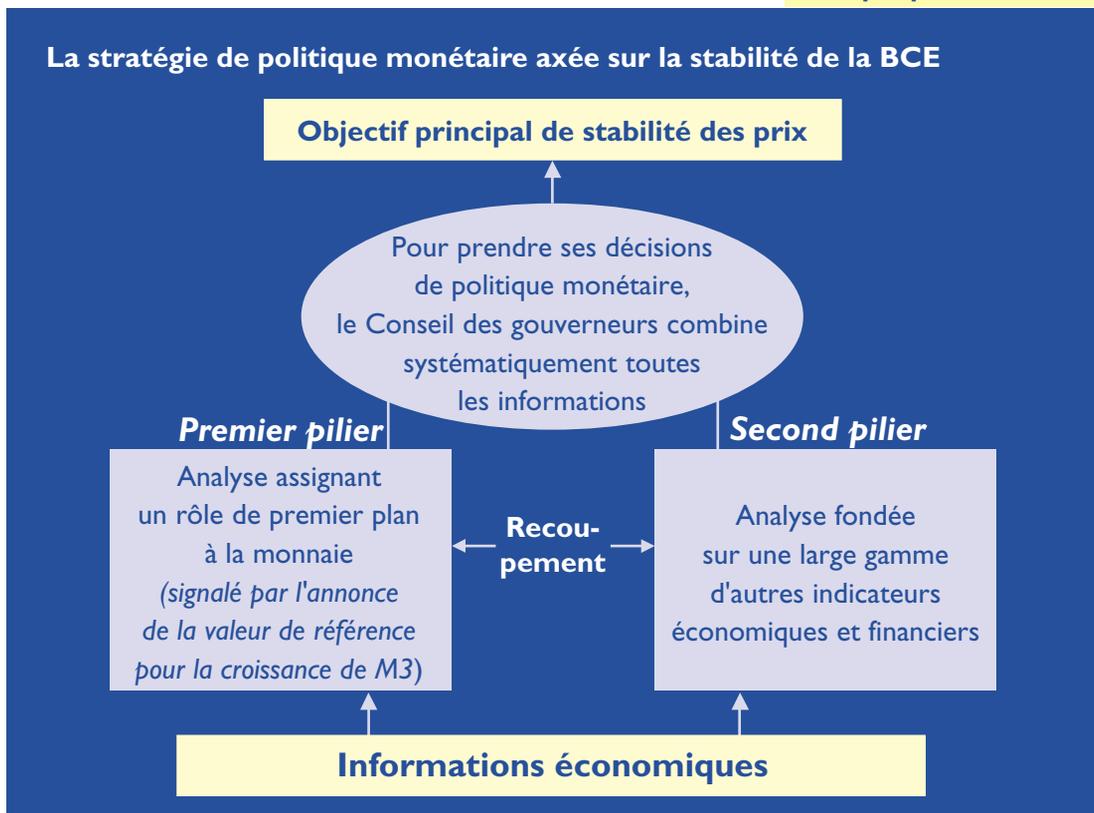
En octobre 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE a arrêté les éléments principaux de la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité (cf. encadré 3.2 relatif aux stratégies alternatives de politique monétaire). Outre la définition de la stabilité des prix, la stratégie repose sur deux « piliers » qui organisent l'information et l'analyse sous-tendant le débat de politique monétaire (cf. graphique 3.2). Ces deux piliers constituent un cadre permettant de procéder à une évaluation prospective de la situation économique, fondée sur une gamme d'informations économiques et d'instruments d'analyse aussi complète que possible.

Le cadre à deux piliers...

Les deux piliers de la stratégie sont des outils permettant de mener l'analyse nécessaire en vue d'orienter les décisions de politique monétaire visant à réaliser l'objectif principal de maintien de stabilité des prix. Ils ne constituent pas des cibles distinctes en eux-mêmes.

... constitue un instrument pour organiser l'information

Graphique 3.2



Les stratégies alternatives de politique monétaire

Un certain nombre d'autres stratégies de politique monétaire sont, ou ont été, poursuivies par d'autres banques centrales. Plusieurs d'entre elles ont été envisagées par l'IME et la BCE avant la décision d'opter pour la stratégie à deux piliers axée sur la stabilité.

L'une de ces stratégies consiste à adopter un **objectif de croissance monétaire**. En pratique, cela signifie qu'une banque centrale modifie les taux directeurs afin d'accélérer ou de ralentir la croissance monétaire en vue de respecter un taux spécifique pré-annoncé. Ce taux-objectif est calculé de façon à être compatible avec la stabilité des prix. Une telle stratégie repose sur deux prémisses. Premièrement, on suppose l'existence d'une relation stable, à moyen terme, entre la monnaie et le niveau des prix (par exemple, sous la forme d'une équation de demande de monnaie). Si tel est le cas, il est possible de calculer, pour la masse monétaire, un profil d'évolution compatible avec la stabilité des prix. Deuxièmement, on suppose que la masse monétaire peut être régulée par la politique monétaire sur un horizon temporel limité. Si ces conditions sont remplies, la banque centrale peut recourir à des modifications de taux directeurs pour faire en sorte que la croissance monétaire demeure dans la limite assignée et ainsi, grâce à la stabilité de la relation entre monnaie et prix, maintenir indirectement la stabilité des prix.

Même si l'expérience de cette approche par les banques centrales a influé sur la conception de la stratégie de la BCE, celle-ci a toutefois décidé de ne pas adopter une stratégie fondée sur un objectif de croissance monétaire. Par cette décision, elle reconnaissait que des variables macroéconomiques autres que la monnaie contiennent des informations pertinentes pour les décisions de politique monétaire visant à la stabilité des prix. De plus, il existe des incertitudes relatives aux propriétés empiriques de la monnaie dans la

zone euro, du fait de l'éventualité de changements d'ordre institutionnel, d'une modification des comportements en liaison avec le passage à l'Union monétaire et, plus généralement, de la possibilité que des facteurs spécifiques puissent temporairement provoquer des distorsions des évolutions monétaires. S'appuyer exclusivement sur l'analyse monétaire peut donc présenter des difficultés.

Une autre stratégie consiste à fixer une **cible d'inflation**. Plutôt que d'utiliser la monnaie pour orienter les décisions de politique monétaire, cette approche met l'accent sur les évolutions de l'inflation elle-même par rapport à une cible d'inflation publiée. Pour les banques centrales qui utilisent cette méthode, les décisions de politique monétaire représentent des réactions plus ou moins mécaniques aux écarts de prévisions concernant un indicateur particulier d'inflation par rapport à une cible spécifique d'inflation, sur un horizon bien défini. Les prévisions d'inflation de la banque centrale sont donc placées au centre de l'analyse et du débat de politique monétaire, tant au sein de la banque centrale que dans le cadre de la communication au public.

Un certain nombre de raisons ont incité la BCE à ne pas adopter une telle stratégie. Tout d'abord, s'attacher exclusivement à un chiffre de prévision d'inflation ne fournit pas un cadre global et fiable pour identifier la nature des risques pesant sur la stabilité des prix. Or, la réaction appropriée de politique monétaire dépendra, en règle générale, des facteurs à l'origine de ces risques. Au minimum, cela requiert une analyse de la situation économique et du profil d'évolution économique sous-jacents plus approfondie que ne le permet une simple prévision d'inflation. Deuxièmement, divers aspects théoriques de la méthode de cible d'inflation, tels que l'horizon temporel fixé (par exemple deux ans) pour la prévision sur laquelle

s'appuieront les décisions de politique monétaire, sont quelque peu arbitraires. Troisièmement, il est difficile d'intégrer les informations pertinentes pour la politique monétaire contenues dans les agrégats de monnaie à des prévisions d'inflation reposant sur des modèles macroéconomiques traditionnels. Enfin, la BCE a estimé qu'il ne serait pas prudent de s'appuyer sur une prévision unique, étant donné les incertitudes considérables entourant la structure de l'économie de la zone euro. Il a été jugé préférable d'adopter, pour l'analyse des données économiques, une approche diversifiée qui s'appuierait sur diverses approches analytiques.

Une troisième stratégie consiste à fixer un **objectif de taux de change**, ce qui était le

cas de plusieurs pays européens avant la phase III de l'UEM dans le cadre du mécanisme de change du SME. Pour les petites économies ouvertes, dans lesquelles la production et la consommation de biens faisant l'objet d'échanges internationaux représentent une large part du PIB, les mouvements de taux de change peuvent exercer une incidence significative sur le niveau des prix à travers leur incidence sur les prix à l'importation. Une stratégie reposant sur un objectif de taux de change n'a pas été considérée comme appropriée pour la zone euro, notamment parce qu'il s'agit d'une vaste économie relativement fermée, dans le cadre de laquelle les mouvements de taux de change exercent une influence plus limitée sur le niveau des prix.

Le premier pilier de la stratégie de politique monétaire

Le premier pilier de la stratégie de la BCE assigne un rôle de premier plan à la monnaie. Comme mentionné à la section 3.2, il existe un large consensus parmi les économistes sur le fait que, à moyen et long termes, l'inflation est un phénomène monétaire. L'une des régularités empiriques les plus notables en macro-économie est la relation stable à long terme entre le niveau des prix et la monnaie, en particulier lorsque cette dernière est mesurée à partir d'agrégats monétaires larges. Les évolutions monétaires contiennent des informations sur l'évolution future des prix et peuvent, par conséquent, contribuer à l'évaluation globale des risques pesant sur la stabilité des prix. Les agrégats monétaires et du crédit peuvent aussi jouer un rôle dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire sur le niveau des prix. Pour toutes ces raisons, il est important qu'une banque centrale surveille étroitement les évolutions des agrégats monétaires et du crédit. En assignant à la monnaie un rôle de premier plan dans le cadre de sa stratégie, la BCE a clairement signalé au public son intention de procéder à une analyse monétaire de cette nature.

Le rôle de premier plan assigné à la monnaie dans le cadre de la stratégie de la BCE est signalé par l'annonce d'une valeur de référence quantifiée pour la croissance de l'agrégat monétaire large M3 (cf. encadré 3.3). Ce choix se justifie par les propriétés empiriques favorables de M3. La plupart des études empiriques pour la zone euro confirment l'analyse selon laquelle, s'agissant de la fonction de demande de monnaie, il existe une relation stable (à long terme) liant M3 au niveau des prix et à d'autres variables macroéconomiques. M3 a également été présenté comme possédant des propriétés d'indicateur avancé pour l'inflation future, en particulier dans un horizon à moyen terme. La valeur de référence n'est pas une cible monétaire. La BCE n'essaie pas de

Un rôle de premier plan assigné à la monnaie...

... signalé par l'annonce d'une valeur de référence...

La valeur de référence de la BCE pour la croissance monétaire

Le rôle de premier plan assigné à la monnaie dans la stratégie de la BCE apparaît clairement dans l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat large M3. La valeur de référence a été calculée pour être compatible avec le maintien de la stabilité des prix. Des écarts importants ou persistants de la croissance monétaire par rapport à la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, indiquer des risques pour la stabilité des prix à moyen terme.

Le calcul de la valeur de référence se fonde sur la relation entre la croissance monétaire (ΔM), l'inflation (ΔP), la croissance du PIB en volume (ΔYR) et la variation de la vitesse de circulation de la monnaie (ΔV). En vertu de cette identité, connue sous l'appellation de « formule quantitative », la variation de l'encours monétaire, dans une économie, est égale à la variation des transactions nominales (dont une approximation est donnée par la variation du PIB en volume plus la variation du niveau des prix) moins la variation de la vitesse de circulation de la monnaie. Cette dernière variable peut être définie comme la vitesse à laquelle la monnaie circule entre les différents détenteurs et détermine donc la quantité de monnaie nécessaire pour assurer un niveau donné de transactions nominales.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

La valeur de référence définit la stabilité des prix comme une hausse de l'IPCH de la zone euro inférieure à 2 % par an. De plus, le calcul de la valeur de référence repose sur des hypothèses à moyen terme concernant la croissance potentielle du PIB et l'évolution tendancielle de la vitesse de circulation de M3. En 1998, une hypothèse de 2 %-2,5 % par an a été retenue pour la tendance à moyen terme de la croissance du PIB en volume dans la zone euro, résultant des estimations des organisations internationales et de la BCE. Plusieurs méthodes ont été utilisées pour estimer la vitesse de circulation de la monnaie, prenant en compte des tendances simples (univariées) ainsi que des informations provenant de modèles plus complexes de demande de monnaie. Globalement, les résultats de ces méthodes indiquent un ralentissement de la vitesse de circulation de M3 dans une fourchette de 0,5 %-1 % par an. Sur la base de ces hypothèses, en décembre 1998, le Conseil des gouverneurs a fixé la valeur de référence de la BCE à 4,5 % par an. Comme aucun élément décisif n'a indiqué de changement significatif concernant les hypothèses sous-jacentes, la valeur de référence a été confirmée par le Conseil des gouverneurs lors des réexamens de décembre 1999 et 2000.

... qui n'est pas une cible monétaire...

... et n'implique pas de réponses mécaniques

maintenir la croissance de M3 à la valeur de référence à un moment donné dans le temps en agissant sur les taux d'intérêt. Toutefois, les écarts de la valeur de référence par rapport à la croissance de M3 sont étroitement analysés en liaison avec d'autres données économiques afin d'extraire les informations qu'elles contiennent concernant les risques pour la stabilité des prix. Les décisions de politique monétaire visent à réagir face aux menaces pesant sur la stabilité des prix identifiées par cette analyse exhaustive.

Pour un certain nombre de raisons, la politique monétaire ne réagit pas de façon mécanique aux écarts de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence. Tout d'abord, la relation entre la monnaie, les prix et l'activité économique (cette relation peut être résumée par la notion de « vitesse de

circulation » de la monnaie) peut être plus complexe et moins stable à court terme que sur des horizons temporels plus éloignés. L'analyse des évolutions monétaires doit prendre en compte ces aspects complexes. Deuxièmement, les changements structurels affectant les systèmes bancaires et financiers peuvent modifier de façon permanente la vitesse de circulation et, par conséquent, la relation entre la monnaie et le niveau des transactions économiques. La distinction entre les changements temporaires de la vitesse et des modifications à caractère permanent afin de permettre une interprétation correcte des informations relatives aux évolutions monétaires constitue un défi important, en termes d'analyse monétaire, pour la BCE.

Enfin, les évolutions monétaires peuvent être influencées par des facteurs « particuliers » liés à des changements réglementaires tels que les modifications de l'imposition des revenus d'intérêt ou des plus-values. Ces facteurs peuvent entraîner des modifications de comportement en matière de détention de monnaie dans la mesure où les particuliers et les entreprises réagissent au caractère plus ou moins attractif des dépôts bancaires, inclus dans la définition de la monnaie, par rapport aux autres instruments financiers. Toutefois, les évolutions monétaires provoquées par ces facteurs spéciaux risquent de ne pas fournir beaucoup d'informations sur les perspectives de stabilité des prix. Par conséquent, l'analyse monétaire de la BCE comporte une évaluation détaillée des facteurs particuliers influençant la monnaie. En outre, il peut arriver parfois qu'il existe des distorsions statistiques, de sorte que les données communiquées ne sont pas intégralement en ligne avec la définition statistique des agrégats monétaires. Néanmoins, d'un point de vue statistique, de telles distorsions peuvent être identifiées et estimées. Lorsque ces éléments sont fiables, les séries monétaires publiées peuvent alors être ajustées.

La valeur de référence est un élément important de la stratégie et constitue manifestement, de la part de la BCE, un engagement public d'assigner un rôle important à la monnaie dans les décisions de politique monétaire et d'expliquer ce rôle au public. Toutefois, en raison de la nécessité de procéder à une analyse monétaire détaillée et relativement complexe afin d'extraire les informations pertinentes pour les décisions de politique monétaire, la BCE ne s'appuie pas seulement sur les écarts de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence. De nombreuses autres variables monétaires et financières font l'objet d'un examen attentif et régulier dans le cadre du premier pilier. Ainsi, les évolutions des composantes de M3 (monnaie en circulation, dépôts à terme, etc.) sont analysées parce qu'elles permettent d'appréhender les variations globales de M3. À cet égard, les agrégats plus étroits tels que M1 peuvent contenir certaines informations sur l'activité réelle. De même, les changements en matière de financements accordés au secteur privé peuvent donner des informations sur la situation financière et, par le biais du bilan des IFM, fournir des informations supplémentaires sur la monnaie. Une telle analyse permet à la fois de mieux appréhender le comportement de M3 par rapport à la valeur de référence et d'avoir une vision d'ensemble de la situation de liquidité de l'économie et de ses conséquences en termes de risques pesant sur la stabilité des prix.

L'identification des « facteurs spéciaux » et des distorsions

L'analyse des composantes et contreparties de M3

Le second pilier de la stratégie de politique monétaire

L'analyse menée dans le cadre du second pilier...

... axée sur les interactions entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et du travail...

... contribue à mettre en évidence la nature des chocs

L'analyse des indicateurs de l'économie réelle...

... des indicateurs des marchés de capitaux...

Les informations nécessaires à la prise de décisions de politique monétaire appropriées doivent être exhaustives et largement étayées. Par conséquent, parallèlement à l'analyse de la croissance monétaire sous l'angle de la valeur de référence, de nombreuses autres variables économiques et financières font également l'objet d'un suivi très attentif dans le cadre du second pilier de la stratégie. Il est également utile, pour la prise de décisions de politique monétaire axée sur la stabilité des prix, de prendre en compte les informations qui peuvent être contenues dans ces variables.

L'analyse menée dans le cadre du second pilier s'attache à montrer l'influence de toute une série de facteurs qui affectent normalement les évolutions des prix à court terme. Ces facteurs sont pertinents pour la politique monétaire parce que s'ils perdurent, ils risquent de compromettre les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Conformément aux modèles classiques du cycle d'activité, cette analyse est souvent axée sur les interactions entre l'offre et la demande et/ou les tensions exercées sur les coûts dans le cadre de la formation des prix sur les marchés des biens, des services et du travail.

Afin de prendre des décisions appropriées, le Conseil des gouverneurs doit pouvoir se former une idée globale de la situation économique en vigueur à un moment donné et être conscient de la nature spécifique et de l'ampleur des perturbations économiques qui menacent la stabilité des prix. Ainsi, la réaction de politique monétaire pourrait différer selon qu'il s'agit de faire face aux conséquences sur l'inflation d'une hausse temporaire des cours mondiaux du pétrole ou à une hausse de l'inflation résultant des implications sur les coûts salariaux de hausse des salaires non justifiées par la croissance de la productivité. En effet, dans le premier cas, on assiste à une hausse de l'inflation temporaire et de courte durée qui s'annule rapidement. En tant que tel, si ce choc n'entraîne pas de hausse des anticipations d'inflation, il ne devrait guère compromettre la stabilité des prix à moyen terme. En cas de hausses excessives des salaires, il existe un risque de création d'une spirale auto-alimentée de hausse des coûts, des prix et des revendications salariales. Le meilleur moyen d'éviter ce processus peut consister, pour la Banque centrale, à envoyer un signal de politique monétaire fort afin de réaffirmer son engagement en faveur du maintien de la stabilité des prix, contribuant ainsi à stabiliser les anticipations d'inflation.

Dans le cadre du second pilier, la BCE examine régulièrement l'évolution globale de la production, de la demande et de la situation sur le marché du travail, à travers une large gamme d'indicateurs de prix et de coûts, ainsi que celle de la politique budgétaire et de la balance des paiements de la zone euro. L'encadré 3.4 présente les bases statistiques des indicateurs d'évolutions économiques analysées par la BCE dans le cadre du second pilier et souligne l'importance de disposer de statistiques de qualité.

Les évolutions des indicateurs des marchés de capitaux et des prix d'actifs sont également suivies avec beaucoup d'attention. Les variations des prix des actifs peuvent affecter les évolutions des prix par le biais des effets de revenu et de richesse. Ainsi, en phase de hausse des cours des actions, les ménages qui en sont détenteurs s'enrichissent et peuvent décider de consommer

davantage. La demande de biens de consommation augmente, ce qui est susceptible d'attiser les tensions inflationnistes. Inversement, un recul des cours des actions peut faire baisser la consommation des ménages.

Les prix des actifs et les rendements financiers peuvent aussi être utilisés pour obtenir des informations sur les anticipations des opérateurs des marchés, notamment en ce qui concerne l'évolution des cours. Ainsi, quand les opérateurs effectuent des opérations d'achat et de cession d'obligations, ils expriment implicitement des anticipations relatives aux futures évolutions des taux d'intérêt et des cours. La BCE utilise plusieurs techniques pour analyser les cours des produits financiers et en extraire les anticipations implicites des marchés relatives aux évolutions futures.

Les évolutions de taux de change font également l'objet d'un examen attentif en raison de leur incidence sur la stabilité des prix. Comme cela a été mentionné en section 3.2, les fluctuations de change ont un effet direct sur l'évolution des prix en se répercutant sur les prix des importations. Les mouvements de taux de change peuvent également modifier la compétitivité-prix sur les marchés mondiaux des biens produits sur le territoire national, influant ainsi sur les conditions de la demande et, potentiellement, sur les perspectives d'évolution des prix. Si ces effets de taux de change modifient les anticipations et le comportement en matière de fixation des prix et des salaires, il est possible que ce facteur produise des effets de second tour. Toutes ces informations doivent être prises en compte dans les décisions de politique monétaire visant au maintien de la stabilité des prix.

... des évolutions de
taux de change

Encadré 3.4

Les statistiques relatives aux évolutions économiques de la zone euro

Comme le montre le chapitre 3, l'enchaînement des causes et des effets reliant les décisions de politique monétaire au niveau des prix est complexe et fait intervenir les différents secteurs de l'économie. Par conséquent, une large gamme d'indicateurs doit être examinée en vue d'évaluer les perspectives de stabilité des prix.

Tout d'abord, s'agissant des évolutions de *prix* et de *coûts*, outre l'IPCH et ses composantes, des indications de l'évolution des prix dans le secteur industriel, mesurées par les prix à la production, peuvent jouer un rôle important dans la mise en évidence des évolutions probables des prix à la consommation, à mesure que les évolutions des prix à la production se répercutent sur les prix à la consommation. Les coûts salariaux, qui forment une composante importante des coûts de production globaux, exercent une incidence non négligeable sur la formation des

prix. Les statistiques de coûts salariaux fournissent également des informations sur la compétitivité de la zone euro.

Deuxièmement, les indicateurs de *production* et de *demande* (comptes nationaux, statistiques relatives à la conjoncture dans l'industrie et les services, carnets de commandes, et données d'enquêtes qualitatives) fournissent des informations sur la situation conjoncturelle de l'économie, ce qui constitue un élément important de l'analyse de la BCE concernant les perspectives d'évolution des prix. De plus, les données relatives au *marché du travail* (emploi, chômage, offres d'emploi et taux d'activité) sont déterminantes pour suivre les évolutions de la conjoncture et évaluer les changements structurels dans le fonctionnement de l'économie de la zone euro. En outre, le secteur public représente une part importante de l'activité économique; l'information relative à la fois aux

comptes financiers et non financiers du secteur public est fondamentale.

Enfin, les *statistiques de balance des paiements* (élaborées par la BCE) ainsi que les statistiques du commerce extérieur fournies par Eurostat donnent des informations importantes sur les évolutions des exportations et des importations susceptibles d'affecter les tensions inflationnistes au travers de leur incidence sur les conditions de la demande. Ces données permettent également un suivi étroit des prix des échanges extérieurs, dont une approximation est actuellement donnée par les indices de valeur unitaire des exportations et des importations. Ces indices contribuent, notamment, à l'évaluation de l'incidence potentielle sur les prix des importations des mouvements de taux de change et de l'évolution des cours des matières premières (comme le pétrole). Bien que la zone euro constitue une économie relativement fermée par rapport à chacun des pays ayant adopté l'euro, l'inflation importée affecte les prix intérieurs à la production et à la consommation. (En outre, les statistiques de balance des paiements relatives aux flux financiers constituent d'importants indicateurs d'analyse monétaire et financière).

Des statistiques de grande qualité sont essentielles pour parvenir à une estimation exacte de la situation économique. Des erreurs dans la prise de décision imputables à des statistiques incomplètes ou inexactes peuvent être lourdes de conséquences et se traduire par une accélération de l'inflation et une plus forte volatilité de la croissance du PIB en volume. La qualité des statistiques comporte plusieurs aspects. Premièrement, *tous les secteurs de l'économie* doivent être couverts. En particulier, outre les statistiques traditionnelles

sur l'industrie et le commerce, des indicateurs concernant le secteur des services, dont l'importance ne cesse de croître, sont nécessaires. Deuxièmement, une *harmonisation* des concepts et de la méthodologie est indispensable en vue de garantir que tout indicateur établi à partir de séries nationales reflète correctement les évolutions intervenues et fournit aux décisions de politique monétaire des informations fiables. Troisièmement, le fait de disposer des données *rapidement et avec une périodicité suffisamment rapprochée* est essentiel pour la conduite de la politique monétaire. Seules des statistiques disponibles rapidement peuvent fournir des informations sur la situation présente de l'économie. De plus, s'agissant de la *couverture géographique*, des données agrégées pour l'ensemble de la zone euro et pour chacun des pays considérés séparément sont de la plus haute importance. Quatrièmement, il est essentiel de disposer de séries longues de *données rétropolées* pour l'analyse économique : ceci contribue à la compréhension de l'économie de la zone euro.

La fourniture de statistiques pour la zone euro est continuellement développée et améliorée. Des normes méthodologiques communes ont été définies pour de nombreux domaines statistiques de la zone euro, et des progrès ont été accomplis aussi bien s'agissant de la disponibilité que de la rapidité de livraison de ces statistiques. À cet égard, un certain nombre d'initiatives ont été prises. En particulier, un Plan d'action relatif aux besoins statistiques de l'UEM établi par la Commission européenne (Eurostat) en étroite coopération avec la BCE expose dans le détail les améliorations prioritaires en matière de statistiques économiques.

Les projections macroéconomiques élaborées par les services de l'Eurosystème

Dans le cadre du second pilier, des projections macroéconomiques sont élaborées deux fois par an par les services de l'Eurosystème. Elles constituent une contribution importante, parmi un certain nombre d'autres éléments, aux délibérations du Conseil des gouverneurs, mais ne reflètent pas le point de vue de ce dernier. Ces projections contribuent à étayer l'orientation prospec-

tive de la politique monétaire. Elles résument et synthétisent une grande quantité d'informations qui, sans cela, seraient difficilement utilisables dans les débats menant aux décisions. Elles fournissent également une plate-forme permettant l'intégration de l'analyse économique effectuée dans le cadre du second pilier d'une manière logique et cohérente, en vue de rendre compte de l'expérience passée et des relations économiques fondamentales. Toutefois, les projections sont, par essence, incertaines et cette incertitude s'accroît avec la longueur de leur horizon temporel. Pour traduire les incertitudes entourant ces projections, la BCE publie les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème sous forme d'intervalles.

On emploie le terme « projection » pour souligner le fait que les projections publiées résultent d'un scénario reposant sur une série d'hypothèses techniques sous-jacentes, notamment celles de taux d'intérêt à court terme constants. C'est de cette manière que de nombreuses banques centrales élaborent les prévisions afin d'informer au mieux les responsables de la politique monétaire. Dans cette perspective, il doit être clair que la projection ne constitue pas, en général, le meilleur indicateur des résultats effectivement obtenus, en particulier sur des horizons temporels plus éloignés. Elle représente plutôt un scénario qui, à moins d'être cohérent avec la stabilité des prix, est susceptible d'être faussé dans la pratique, puisque la politique monétaire s'attachera toujours à remédier aux risques pesant sur la stabilité des prix. Par conséquent, les projections macroéconomiques en matière d'inflation élaborées par les services de l'Eurosystème ne doivent en aucun cas être considérées comme remettant en question l'engagement du Conseil des gouverneurs de maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Les partenaires sociaux, tout comme les entreprises et les ménages, doivent considérer que la définition quantitative de la stabilité des prix par la BCE représente la « meilleure prédiction » des évolutions à moyen terme des prix.

Les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème sont élaborées à l'aide d'un certain nombre d'outils et d'informations. Plusieurs modèles macroéconomiques différents sont disponibles pour l'ensemble de la zone euro ainsi que pour chacun des pays de la zone euro considéré isolément. Dans une situation d'incertitude quant aux modèles, il est préférable d'en utiliser plusieurs, représentatifs de différentes visions de la structure de l'économie et estimés à l'aide de différentes méthodologies plutôt que de se fonder sur un cadre unique et global. Les projections découlant de ces modèles sont ajustées à la lumière de l'expertise technique des experts des services de la BCE et des BCN.

Bien qu'elles jouent un rôle utile, les projections macroéconomiques ne constituent pas une panacée. Premièrement, elles reposent toujours sur des hypothèses spécifiques, comme celles concernant les cours du pétrole ou les taux de change, qui peuvent être contestées ou évoluer rapidement, ce qui rend les projections obsolètes. Deuxièmement, la projection finale dépend, largement, du cadre conceptuel sous-jacent et des techniques utilisées. Un tel cadre constitue une simplification de la réalité et risque, à l'occasion, de ne pas tenir compte de questions-clés importantes pour la politique monétaire. Troisièmement, les projections économiques ne peuvent fournir qu'une description résumée de l'économie et donc ne comportent pas toutes les

... reposant sur des hypothèses techniques...

... sur des modèles et sur l'expertise technique des experts...

... ne constituent pas une panacée...

informations pertinentes. En particulier, des informations importantes, comme celles contenues dans les agrégats de monnaie et du crédit, ne s'intègrent pas facilement dans le cadre utilisé pour élaborer les projections, ou bien l'information peut changer après la finalisation des projections. Quatrièmement, les opinions des experts sont inévitablement incorporées dans les projections et il peut exister de bonnes raisons d'être en désaccord avec certaines d'entre elles.

Elles jouent un rôle important, mais limité

Par conséquent, les projections macroéconomiques jouent un rôle important mais limité dans la politique monétaire de la BCE. Le Conseil des gouverneurs les évalue parallèlement à de nombreux autres éléments d'information ou formes d'analyse organisées au sein du cadre à deux piliers. Ceci recouvre l'analyse monétaire dans le cadre du premier pilier et des analyses des prix des actifs financiers, de différents indicateurs et des prévisions d'autres institutions dans le cadre du second pilier. Par conséquent, les projections macroéconomiques ne sont pas le principal outil que le Conseil des gouverneurs utilise pour organiser et faire connaître son évaluation.

En décembre 2000, la BCE a décidé de publier les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème deux fois par an dans son *Bulletin mensuel*.

Pourquoi deux piliers ?

L'incertitude inhérente aux modèles

Le large éventail de modèles relatifs au processus inflationniste est une illustration des incertitudes entourant l'économie en général, notamment le mécanisme de transmission de la politique monétaire, et du caractère imparfait de la compréhension de ces mécanismes. Ces modèles reflètent différents points de vue sur le fonctionnement de l'économie et/ou mettent l'accent à des degrés divers sur les différents canaux de transmission de la politique monétaire examinés à la section 3.2. Ainsi, certains modèles soulignent le rôle de la monnaie dans le mécanisme de transmission, alors que d'autres mettent en exergue l'importance des influences non monétaires, telles que la modification de la relation entre l'offre et la demande et/ou les pressions en termes de coûts qui s'exercent sur la formation des prix des biens, des services et des marchés du travail. Nombre de ces modèles intègrent des éléments importants de la réalité, mais aucun ne semble être en mesure de décrire cette dernière dans sa globalité. C'est pourquoi tout modèle, tout en étant susceptible d'offrir une perspective utile sur les évolutions économiques, est nécessairement incomplet. Dans ces conditions, il serait imprudent de s'appuyer exclusivement sur une seule approche ou un seul indicateur pour prendre les décisions de politique monétaire.

La diversité des modèles

Compte tenu de la multiplicité des modèles existants, la BCE a choisi de fonder son analyse sur deux piliers. À cet égard, elle a tenu compte du fait qu'il s'est révélé extrêmement difficile d'assigner un rôle de premier plan à la monnaie dans des modèles traditionnels de l'économie réelle, en dépit du consensus selon lequel la monnaie et les prix sont liés et de la constatation empirique que les agrégats monétaires peuvent être un indicateur avancé de l'évolution des prix et constituer un canal important de transmission de la politique monétaire. De ce fait, le premier pilier peut être considéré comme

représentant un groupe de modèles et de cadres analytiques qui confèrent un rôle de premier plan à la monnaie dans la détermination du niveau des prix et prennent également en compte les canaux de transmission de la politique monétaire qui attribuent un rôle important à la monnaie. Le second pilier englobe une série d'autres modèles relatifs au processus inflationniste, qui mettent en priorité l'accent sur l'interaction entre l'offre et la demande et/ou les tensions sur les coûts, ainsi que sur les canaux de transmission par lesquels ces variables agissent.

Les deux piliers recouvrent une grande variété de modèles. En outre, ces modèles sont en constante évolution, à mesure que la recherche économique fournit de nouveaux outils empiriques et analytiques pour examiner la structure de l'économie et le mécanisme de transmission de la politique monétaire dans la zone euro.

Compte tenu des incertitudes auxquelles elles sont confrontées, les banques centrales doivent toujours recouper et comparer les signaux fournis par différents indicateurs, et évaluer les informations disponibles ainsi que les conséquences de leurs décisions à la lumière d'une série de modèles économiques plausibles. À cet égard, une politique monétaire qui affiche des résultats satisfaisants dans le cadre de plusieurs modèles plausibles et sous un large éventail d'hypothèses constitue souvent le meilleur choix à moyen terme.

C'est dans cette optique qu'il convient de considérer la stratégie de la BCE. Elle s'inscrit dans un cadre qui englobe non seulement toutes les informations pertinentes, mais prend aussi en compte diverses interprétations de ces données. Dans ce contexte, l'approche fondée sur deux piliers réduit les risques d'erreurs de décision liées à l'importance excessive accordée à un seul indicateur, à une seule prévision ou à un seul modèle. En adoptant une approche diversifiée quant à l'interprétation des conditions économiques, la stratégie de la BCE peut être considérée comme facilitant l'adoption d'une politique monétaire robuste dans un contexte d'incertitude.

Le Conseil des gouverneurs définit les instruments de politique monétaire de l'Eurosystème en vue de servir au mieux la réalisation de son objectif principal. Pour ce faire, il s'appuie sur les signaux en provenance des deux piliers de la stratégie qui font état de risques pour la stabilité des prix. Par conséquent, la politique monétaire ne réagit pas de façon mécanique à l'évolution d'un seul indicateur ou d'une seule prévision, mais elle évalue, recoupe et intègre les informations issues des deux piliers au sein d'une évaluation globale de la nature et de l'ampleur des chocs et de la situation économique qui en résulte, ainsi que des risques pesant sur la stabilité des prix ; cette évaluation intègre l'élément essentiel que constitue l'appréciation portée par les membres mêmes du Conseil des gouverneurs.

3.4 Responsabilité, transparence et communication

Indépendance, responsabilité et transparence de la banque centrale

Comme cela a été expliqué au chapitre I, il est légitime de confier la mission de maintien de la stabilité des prix, et, par là même, la sauvegarde de la valeur de monnaie, à une banque centrale indépendante, qui ne soit soumise à

Le recouplement des informations

Une politique monétaire robuste

Pas de réaction mécanique à un seul indicateur ou à une seule prévision

L'indépendance...

... et la responsabilité
comme compléments
naturels

La transparence et la
responsabilité

Les actions de
communication de la
BCE

La présentation de la
politique monétaire
au public...

aucune pression politique éventuelle. Parallèlement, le fait de déléguer le pouvoir de décision à une institution indépendante impose à celle-ci une responsabilité quant à la réalisation de son mandat. Une banque centrale indépendante, comme toute institution publique, doit expliquer ses décisions au public et assumer la responsabilité de ses actes. Le principe de responsabilité contraint la banque centrale à remplir ses missions du mieux possible.

Dans une société démocratique, la responsabilité est un complément naturel de l'indépendance de la banque centrale. La légitimité démocratique d'une délégation de la politique monétaire à une banque centrale indépendante repose sur un mandat clairement défini et limité; en outre, la priorité absolue accordée au maintien de la stabilité des prix permet au public de tenir la banque centrale indépendante pour responsable.

Les termes de « responsabilité » et de « transparence » sont parfois utilisés de manière interchangeable. Cependant, il importe de bien distinguer les deux concepts. Le principe de responsabilité signifie que la banque centrale est tenue pour responsable de la réalisation de ses objectifs. Le principe de transparence, dans son sens étroit, signifie qu'elle fournit des informations au sujet du processus interne de prise de décision. D'une manière plus générale, la transparence consiste à expliquer de quelle manière la politique monétaire est utilisée pour atteindre le mandat fixé. Une stratégie de politique monétaire contribue à la transparence en fournissant un cadre systématique tant pour le processus interne de décision que pour la communication externe avec le public. Une plus grande transparence se traduit par une meilleure compréhension de la politique monétaire par le public, ce qui est susceptible de renforcer sa crédibilité et son efficacité. Les canaux appropriés pour garantir la responsabilité d'une banque centrale dépendent du cadre institutionnel et du mandat de la banque centrale. Compte tenu de son statut d'indépendance, la BCE n'a pas d'obligation de rendre compte aux gouvernements ni aux parlements nationaux. En revanche, elle est responsable vis-à-vis de l'ensemble des citoyens européens et du Parlement européen, organe doté d'un mandat européen et d'une légitimité démocratique directe.

Les relations de la BCE et du Parlement européen en la matière sont définies par le Traité et respectent l'indépendance institutionnelle de la BCE. Le Traité impose à la BCE un certain nombre d'obligations en matière d'information et établit un calendrier d'auditions régulières devant le Parlement européen au titre du principe de responsabilité (cf. chapitre I). La BCE est en fait allée au-delà des exigences officielles requises par le Traité en adoptant des moyens supplémentaires de garantir sa responsabilité et sa transparence (cf. encadré 3.5).

Le rôle de la stratégie de politique monétaire en matière de communication

Afin d'améliorer la compréhension de la politique monétaire, le processus complet de son élaboration doit, en principe, être porté à la connaissance du public d'une manière qui soit compréhensible. Il est cependant difficile, dans la pratique, de fournir au public une description totalement exhaustive et intelligible de l'ensemble des éléments et aspects de ce processus interne de décision.

Les activités de communication de la BCE

La BCE est allée au-delà de l'obligation, figurant dans le Traité, d'établir et de publier un rapport annuel et un rapport trimestriel en publiant également un *Bulletin mensuel*. Le *Bulletin mensuel* présente une évaluation exhaustive de la situation économique qui sous-tend les décisions de politique monétaire et comprend également des articles sur des questions particulières pertinentes pour la politique monétaire de la BCE. De plus, le président de la BCE doit, tous les trimestres, apparaître devant la Commission économique et monétaire du Parlement européen pour rendre compte de la politique monétaire de la BCE et répondre à ses questions. Des transcriptions de ces auditions sont disponibles sur le site Internet de la BCE. En outre, la BCE présente son rapport annuel au Parlement européen.

Le président et le vice-président tiennent une conférence de presse immédiatement après la première réunion du Conseil des gouverneurs de chaque mois. Dans la déclaration introductive, le président présente l'examen de la situation économique effectuée par le Conseil des gouverneurs et son analyse des risques sur la stabilité des prix sous-tendant la prise de décision de politique monétaire, fournit des informations sur les autres questions discutées et indique les décisions prises par le Conseil des gouverneurs. Il s'ensuit une longue série de questions et de réponses avec les journalistes présents à la conférence de presse. Des transcriptions de ces conférences de presse sont publiées le jour même sur le site Internet de la BCE. De la sorte, les informations sur les décisions de politique monétaire sont

présentées au public dans de brefs délais et de façon impartiale.

Les membres du Conseil des gouverneurs assurent un grand nombre d'engagements publics. Les discours des membres du Directoire sont normalement disponibles sur le site Internet de la BCE. La BCE reçoit également un grand nombre de visites du grand public ainsi que des experts d'institutions diverses. Elle est engagée dans un dialogue ouvert avec le monde universitaire. Les résultats des travaux de recherches de nature technique et d'études d'intérêt général liées à la prise de décision en matière de politique monétaire sont publiées par les experts dans les documents de travail de la BCE et dans la série des études concernant des sujets spécifiques.

Enfin, la transparence de la politique monétaire nécessite également que les données statistiques collectées par la banque centrale soient publiées, une fois qu'elle s'est assurée de leur fiabilité, dans leur intégralité et en temps utile. Avec l'aide des BCN, la BCE collecte des statistiques monétaires, bancaires, de balance des paiements et de position extérieure, et confectionne les statistiques de comptes financiers couvrant la zone euro (cf. la publication de la BCE intitulée *Statistical information collected and compiled by the ESCB*, mai 2000). La publication de ces données en temps utile permet à la BCE de faire part au public des informations qu'elle détient sur les évolutions économiques dans la zone euro et facilite ainsi la communication relative aux décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs.

... doit tenir compte de la complexité du processus d'élaboration de la politique monétaire...

... et de l'incertitude entourant la structure de l'économie de la zone euro

Dès lors, la présentation de la politique monétaire au public implique divers choix. Concevoir une approche efficace en termes de communication nécessite de trouver un équilibre entre la description de la nature complexe du processus d'élaboration de la politique monétaire et la simplification de cette présentation à des fins de plus grande clarté. À cet égard, le choix d'une stratégie appropriée doit tenir compte des complexités et des incertitudes liées au contexte économique dans lequel opère la banque centrale, ainsi que du cadre d'interprétation utilisé par les diverses catégories de la population avec lesquelles la banque centrale doit communiquer. Par conséquent, l'efficacité de la communication nécessite un cadre et un langage communs avec lesquels tant la banque centrale que le public doivent être familiarisés.

Dans ce contexte, la communication externe de la BCE en matière de stratégie de politique monétaire s'attache à traduire fidèlement la complexité et les incertitudes relatives à l'environnement économique et donc au processus interne d'élaboration de la politique monétaire. La présentation au public de la stratégie est relativement complexe par rapport à une simple stratégie classique (telle que la définition d'un objectif monétaire ou d'une cible d'inflation), mais elle reflète bien l'approche diversifiée que la BCE a adoptée pour son processus interne de décision, pour tenir compte des incertitudes entourant la structure de l'économie de la zone euro.

4 La mise en œuvre de la politique monétaire

Ce chapitre explique les modalités de mise en œuvre des décisions de politique monétaire à l'aide des instruments de politique monétaire à la disposition de la BCE. La première section offre une vue d'ensemble des objectifs et des principes régissant le fonctionnement du cadre opérationnel de l'Eurosystème. La deuxième décrit brièvement les principaux instruments de politique monétaire (opérations d'open market, système des réserves obligatoires et facilités permanentes) tandis que les suivantes les examinent plus en détail et présentent l'interaction entre les instruments de politique monétaire et les besoins de liquidité des banques dans le cadre du bilan d'une banque centrale. La dernière partie présente une rapide évaluation de l'efficacité du cadre opérationnel au cours des deux premières années de la phase III de l'UEM.

4.1 Les principes généraux et les objectifs à l'origine de la définition du cadre opérationnel

Les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire jouent un rôle important, qui a été examiné au chapitre 3, dans la transmission de la politique monétaire. Celle-ci exerce une influence significative sur les taux d'intérêt nominaux à court terme du marché monétaire. Par le biais de la fixation des taux d'intérêt, la politique monétaire influence l'économie et, en fin de compte, le niveau des prix, de différentes manières.

Pour atteindre son objectif principal, l'Eurosystème dispose d'un ensemble d'instruments et de procédures de politique monétaire qui constitue le cadre opérationnel utilisé pour mettre en œuvre la politique monétaire unique.

Le cadre opérationnel et la stratégie de politique monétaire ont, chacun, un rôle spécifique dans la mise en œuvre. La stratégie détermine le niveau des taux d'intérêt du marché monétaire nécessaire au maintien de la stabilité des prix à moyen terme, tandis que le cadre opérationnel détermine le moyen de parvenir à ce niveau de taux à l'aide des instruments de politique monétaire dont dispose la BCE.

Une banque centrale pilote les taux à court terme du marché monétaire en signalant l'orientation de sa politique monétaire et en gérant la liquidité sur ce marché. La banque centrale, en tant qu'émetteur unique de billets et de réserves de banque, détient le monopole de la fourniture de base monétaire¹. En vertu de ce monopole, la banque centrale est à même de gérer la liquidité sur le marché monétaire et d'influer sur les taux d'intérêt de ce marché.

De même qu'elle assure le pilotage des taux d'intérêt en gérant la liquidité, la banque centrale peut également signaler au marché monétaire l'orientation de sa politique monétaire. Cette indication se fait habituellement en modifiant les conditions auxquelles elle décide de participer aux opérations sur le marché monétaire.

¹ Dans la zone euro, la base monétaire est constituée par la monnaie (billets et pièces en circulation), les réserves des contreparties auprès de l'Eurosystème et les recours à la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Ces rubriques figurent au passif du bilan de l'Eurosystème. Les réserves peuvent être ventilées entre les réserves obligatoires et les réserves en excédent. Dans le système des réserves obligatoires de l'Eurosystème, les contreparties sont tenues de constituer des réserves obligatoires auprès des BCN (cf. section 4.4). Outre les réserves obligatoires, les établissements de crédit ne détiennent généralement qu'un faible montant de réserves volontairement excédentaires auprès de l'Eurosystème.

Le marché monétaire et la transmission de la politique monétaire

Le cadre opérationnel...

... et la stratégie de politique monétaire

Les fonctions du cadre opérationnel comprennent le pilotage des taux d'intérêt et la gestion de la liquidité,...

... l'indication de l'orientation de la politique monétaire...

... et la garantie du bon fonctionnement du marché monétaire

Les principes directeurs du cadre opérationnel sont ceux d'une économie de marché ouverte,...

... l'efficacité opérationnelle,...

...l'égalité de traitement entre les institutions financières et l'harmonisation des règles et des procédures,...

... la décentralisation de la mise en œuvre,...

... de même que la simplicité, la transparence, la continuité, la sécurité et le meilleur rapport efficacité-coût

Dans ses opérations, la banque centrale a également pour objectif de veiller au bon fonctionnement du marché monétaire et d'aider les banques à satisfaire leurs besoins de liquidité sans difficulté et d'une manière bien organisée. Pour ce faire, elle offre régulièrement aux banques des possibilités de refinancement et des facilités leur permettant de traiter les soldes de fin de journée et d'amortir des variations temporaires de la liquidité.

Le cadre opérationnel de l'Eurosystème repose sur les principes établis dans le Traité sur l'Union européenne. L'article 105 du Traité stipule que dans la poursuite de ses objectifs, l'Eurosystème « (...) agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources (...) ».

Outre les principes définis dans le Traité sur l'Union européenne, le cadre opérationnel vise à se conformer à plusieurs autres principes directeurs. Le plus important est le principe d'efficacité opérationnelle, qui prévaut sur tous les autres. L'efficacité opérationnelle peut être définie comme l'aptitude du cadre opérationnel à permettre aux décisions de politique monétaire de se répercuter aussi précisément et aussi rapidement que possible sur les taux à court terme du marché monétaire. Ces derniers influencent à leur tour le niveau des prix par le biais du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

La nécessité de garantir l'égalité de traitement entre les institutions financières et l'harmonisation des règles et des procédures dans l'ensemble de la zone euro font également partie des grands principes du cadre opérationnel. Les établissements de crédit doivent bénéficier d'une égalité de traitement, indépendamment de leur taille et de leur localisation dans la zone euro. L'harmonisation des règles et des procédures contribue à garantir cette égalité en s'attachant à offrir des conditions identiques à l'ensemble des établissements de crédit de la zone euro dans le cadre de leurs opérations avec l'Eurosystème.

La décentralisation de la mise en œuvre de la politique monétaire est un principe propre à l'Eurosystème. Selon ce principe, les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème sont normalement mises en œuvre par l'intermédiaire des BCN, ce qui signifie que la BCE coordonne les opérations, celles-ci étant réalisées par les BCN.

En outre, le cadre opérationnel doit appliquer les principes de simplicité, de transparence, de continuité, de sécurité et de meilleur rapport efficacité-coût. La simplicité et la transparence garantissent une bonne compréhension des raisons motivant les opérations de politique monétaire. Le principe de continuité vise à éviter des modifications importantes des instruments et des procédures afin que les banques centrales et leurs contreparties puissent s'appuyer sur leur expérience lorsqu'elles participent à des opérations de politique monétaire. En vertu du principe de sécurité, les risques opérationnels et financiers encourus par l'Eurosystème doivent être réduits au minimum, tandis que l'efficacité en matière de coûts consiste à maintenir à un faible niveau les coûts opérationnels induits par le cadre opérationnel tant pour l'Eurosystème que pour ses contreparties.

4.2 Vue d'ensemble du cadre opérationnel de l'Eurosystème²

Le tableau 4.1 présente une vue d'ensemble des principales caractéristiques des deux types d'opérations dont dispose l'Eurosystème pour la conduite de la politique monétaire unique. Les opérations d'*open market* constituent la catégorie principale. Ce terme désigne les opérations exécutées à l'initiative de la banque centrale, en général sur le marché monétaire. Le « marché monétaire », décrit au paragraphe 2.5, se réfère au marché sur lequel se traitent des opérations généralement assorties d'une échéance inférieure à un an. Les opérations d'*open market* jouent un rôle de premier plan dans le pilotage des taux d'intérêt, l'indication de l'orientation de la politique monétaire et la gestion de la liquidité sur le marché monétaire.

Les opérations principales de refinancement sont les opérations d'*open market* les plus importantes et constituent l'instrument essentiel de la politique monétaire de l'Eurosystème. Par le biais de ces opérations, l'Eurosystème prête des fonds à ses contreparties. Les prêts sont toujours consentis contre une garantie, afin de protéger l'Eurosystème contre les risques financiers. L'encadré 4.1 présente des éléments d'information sur les contreparties aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème et sur les garanties exigées pour les opérations d'apport de liquidité.

Les prêts par le biais des opérations d'*open market* s'effectuent habituellement sous la forme d'opérations de pension. Il s'agit de transactions dans lesquelles la banque centrale achète des actifs dans le cadre d'un Accord de pension ou accorde un prêt contre des actifs apportés en garantie (cf. encadré 4.2). Les opérations de pension sont, par conséquent, des opérations d'*open market* temporaires permettant un refinancement uniquement pour une durée limitée, déterminée à l'avance. Dans le cadre des opérations principales de refinancement, les fonds sont accordés pour une période de deux semaines et constituent l'essentiel de l'apport de liquidité au système bancaire. Le taux d'intérêt appliqué à ces opérations est le taux directeur le plus important de l'Eurosystème. Les opérations principales de refinancement sont décrites plus en détail à la section 4.3.

Dans le but de contrôler les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire et, plus particulièrement, de limiter leur volatilité, l'Eurosystème propose également des facilités permanentes à ses contreparties. Ces dernières ont accès de leur propre initiative à ces facilités, appelées facilité de prêt marginal et facilité de dépôt. La facilité de prêt marginal permet d'obtenir de la banque centrale des prêts à 24 heures, à un taux d'intérêt prédéterminé et contre remise de garanties. Le taux d'intérêt appliqué à ces prêts est habituellement nettement supérieur au taux correspondant du marché monétaire. En conséquence, les établissements de crédit n'utilisent la facilité de prêt marginal qu'en dernier recours pour obtenir des liquidités. Dans la mesure où l'accès à la facilité de prêt marginal n'est limité que par le montant des garanties mobilisables, le taux d'intérêt de cette facilité constitue normalement un plafond

Les opérations d'*open market*

Les opérations principales de refinancement

Les opérations de pension

Les facilités permanentes

² Le cadre opérationnel de la BCE est défini dans la publication de la BCE intitulée La politique monétaire unique en phase III : Documentation générale sur les instruments de politique monétaire et les procédures de l'Eurosystème.

pour le taux du marché au jour le jour. La facilité de dépôt, en revanche, permet aux banques d'effectuer des dépôts à 24 heures auprès de la banque centrale à un taux prédéterminé. Ce taux est normalement nettement inférieur au taux de marché correspondant. Par conséquent, les contreparties n'effectuent des dépôts à 24 heures auprès de l'Eurosystème que dans le cas où elles ne peuvent utiliser autrement leurs liquidités. De même que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal constitue un plafond, celui de la facilité de dépôt représente normalement un plancher pour le taux du marché au jour le jour. Ces instruments sont examinés plus en détail à la section 4.5.

Tableau 4.1

Opérations d'open market et facilités permanentes de l'Eurosystème

Opérations de politique monétaire	Types d'opérations ¹⁾		Durée	Fréquence
	Apport de liquidité	Retrait de liquidité		
OPÉRATIONS D'OPEN MARKET				
Opérations principales de refinancement	• Opérations de cession temporaire	–	• Deux semaines	• Hebdomadaire
Opérations de refinancement à plus long terme	• Opérations de cession temporaire	–	• Trois mois	• Mensuelle
Opérations de réglage fin	<ul style="list-style-type: none"> • Opérations de cession temporaire • Swaps de change • Achats ferme 	<ul style="list-style-type: none"> • Swaps de change • Reprises de liquidité en blanc • Opérations de cession temporaire • Ventes ferme 	• Non standardisée	• Non régulière
Opérations structurelles	<ul style="list-style-type: none"> • Opérations de cession temporaire • Achats ferme 	<ul style="list-style-type: none"> • Émission de certificats de dette • Ventes ferme 	<ul style="list-style-type: none"> • Standardisée/ non standardisée – 	<ul style="list-style-type: none"> • Régulière et non régulière • Non régulière
FACILITÉS PERMANENTES				
Facilité de prêt marginal	• Opérations de cession temporaire	–	• 24 heures	• Accès à la discrétion des contreparties
Facilité de dépôt	–	• Dépôts	• 24 heures	• Accès à la discrétion des contreparties

1) Cf. encadré 4.2 pour une description des différents types d'opérations d'open market

Les contreparties et les garanties

I Les contreparties

Le cadre de politique monétaire de l'Eurosystème est conçu de manière à permettre la participation d'un large éventail de contreparties. Les contreparties aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème doivent satisfaire à certains critères d'éligibilité. La définition de ces critères répond au souci de garantir l'égalité de traitement des établissements dans l'ensemble de la zone euro et de veiller à ce que les contreparties remplissent certaines obligations de nature opérationnelle et prudentielle. Les critères généraux d'éligibilité sont les mêmes pour toute la zone.

Pour être une contrepartie éligible, un établissement de crédit doit être assujéti au système de réserves obligatoires de l'Eurosystème et présenter une situation financière saine. En outre, les contreparties doivent respecter tout critère opérationnel spécifié dans les dispositions contractuelles ou réglementaires appliquées par leur BCN (ou par la BCE) afin d'assurer la conduite efficace des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème. À fin 2000, 7 521 établissements de crédit étaient établis dans la zone euro. Cependant, seuls 2 542 satisfaisaient aux critères opérationnels définis pour participer aux opérations d'*open market*. 3 059 établissements remplissaient les critères opérationnels pour avoir accès à la facilité de prêt marginal et 3 599 ceux permettant d'utiliser la facilité de dépôt. Cependant, le nombre de contreparties participant effectivement aux opérations d'*open market* est généralement très inférieur au nombre de contreparties éligibles. En 1999 et 2000, le nombre total de contreparties participant aux appels d'offres relatifs aux opérations principales de refinancement a varié entre 400 et 600. Au cours de la même période, le nombre habituel de contreparties prenant part aux opérations de refinancement à plus long terme s'est établi dans une fourchette comprise entre 200 et 300.

Un établissement de crédit qui satisfait aux critères généraux d'éligibilité peut accéder aux facilités permanentes de l'Eurosystème et participer aux opérations d'*open market* effectuées par voie d'appels d'offres normaux par l'intermédiaire de la banque centrale nationale de l'État membre dans lequel il est situé. Si un établissement dispose d'implantations (siège et succursales) dans plus d'un État membre, chaque implantation a accès à ces opérations par l'intermédiaire de la banque centrale nationale de l'État membre dans lequel elle est située. Cependant, les soumissions aux appels d'offres d'un établissement ne peuvent être présentées que par une seule implantation (le siège ou une succursale désignée) dans chaque État membre.

Les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème sont effectuées de manière décentralisée. Cette approche décentralisée s'est avérée très efficace et a fonctionné sans heurts grâce à une préparation rigoureuse et des systèmes informatiques performants. L'Eurosystème continue de bénéficier très largement des contacts étroits établis de longue date par les BCN avec leurs contreparties locales.

2 Les garanties

L'article 18.1 des statuts du SEBC autorise la BCE et les BCN à effectuer des transactions sur les marchés de capitaux en achetant ou en vendant des actifs mobilisables dans le cadre d'opérations fermes ou de pensions et stipule que toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème doivent s'appuyer sur des garanties appropriées. Cette exigence est destinée à protéger l'Eurosystème contre les risques de nature financière. En conséquence, toutes les opérations de fourniture de liquidités de l'Eurosystème sont fondées sur des livraisons d'actifs mobilisables par les contreparties.

Afin d'éviter à l'Eurosystème d'encourir des pertes, de respecter l'égalité de traitement

des contreparties et d'améliorer l'efficacité opérationnelle, les actifs mobilisables doivent satisfaire à certains critères pour pouvoir être utilisés dans les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème. Pour respecter le principe de l'égalité de traitement, l'Eurosystème accepte en garantie des instruments émis par les débiteurs du secteur privé comme du secteur public.

En raison des disparités de structures financières existant entre les États membres, une distinction est établie, essentiellement pour des raisons internes à l'Eurosystème, entre deux catégories d'actifs éligibles aux opérations de politique monétaire. Ces deux catégories sont désignées sous les appellations respectives d'actifs de niveau 1 et actifs de niveau 2. Le niveau 1 est constitué de titres de créance négociables qui satisfont à des critères d'éligibilité uniformes définis par la BCE pour l'ensemble de la zone euro. Le niveau 2 est constitué d'actifs complémentai-

res, négociables ou non négociables, qui revêtent une importance particulière pour les marchés de capitaux et systèmes bancaires nationaux. Les critères d'éligibilité relatifs à ces actifs sont définis par les BCN, dans le respect des critères minimaux d'éligibilité déterminés par la BCE. Les contreparties de l'Eurosystème peuvent procéder à une utilisation transfrontière des actifs éligibles, c'est-à-dire se procurer des fonds auprès de la banque centrale de l'État membre dans lequel elles sont implantées en utilisant des actifs localisés dans un autre État membre. En vertu de cette mobilisation transfrontière, les établissements, dans l'ensemble de la zone euro, sont en mesure d'utiliser toute la palette des actifs de niveau 1 définis par la BCE et des actifs nationaux de niveau 2. Enfin, l'ensemble des actifs éligibles sont soumis à des mesures spécifiques de contrôle des risques définies de manière à prendre en compte les pratiques de marché.

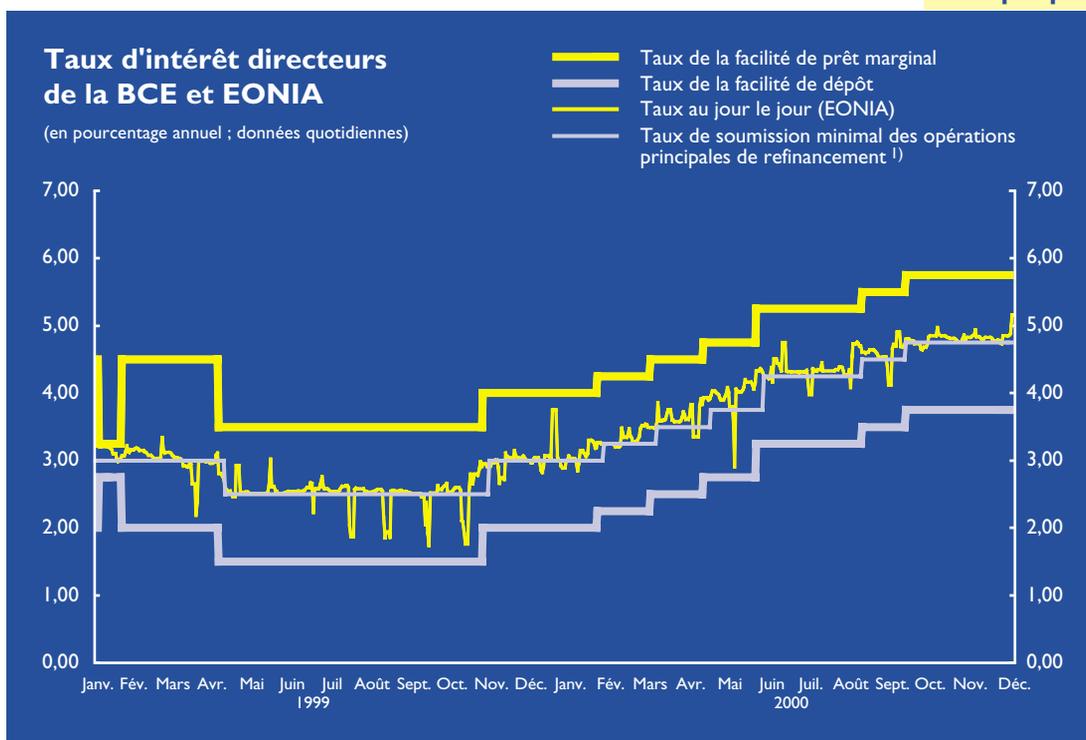
Le corridor de fluctuation des taux d'intérêt des facilités permanentes

L'Eonia, les taux directeurs de la BCE et le système de réserves obligatoires

En fixant les taux des facilités permanentes, le Conseil des gouverneurs détermine le corridor à l'intérieur duquel les taux du marché au jour le jour peuvent fluctuer. Le graphique 4.1, qui présente l'évolution des taux directeurs de la BCE depuis le démarrage de la phase III de l'UEM, montre également que les taux d'intérêt des facilités permanentes ont constitué un plafond et un plancher pour le taux du marché au jour le jour (Eonia)³.

Comme on peut le voir au graphique 4.1, l'Eonia s'est établi à un niveau proche du taux des opérations principales de refinancement, illustrant ainsi l'importance de cet instrument central de la politique monétaire de l'Eurosystème. Les variations de l'Eonia observées sur le graphique reflètent en grande partie des conditions temporaires de déficit ou d'abondance de liquidité sur le marché monétaire (cf. section 4.4). Le graphique 4.1 montre également que l'Eonia enregistre des pics occasionnels. Ces deux caractéristiques de l'Eonia sont liées au système de réserves obligatoires de l'Eurosystème, exposé plus en détail à la section 4.4. Enfin, l'écart entre le taux de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt, de même que les différences entre le taux des facilités permanentes et celui des opérations principales de refinancement ont été maintenus inchangés entre avril 1999 et décembre 2000. Cependant, comme il apparaît dans ce graphique, les écarts entre les taux des deux facilités permanentes peuvent varier et le corridor déterminé par ces taux s'est ponctuellement révélé asymétrique par rapport au taux des opérations principales de refinancement.

³ Le taux moyen au jour le jour de l'euro (Eonia) est diffusé par la Fédération bancaire européenne. Il est égal à la moyenne pondérée des taux d'intérêt des prêts en blanc au jour le jour réalisés par un panel de banques parmi les plus actives sur le marché monétaire.



1) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement seraient effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable. Le taux de soumission minimal correspond au taux d'intérêt minimal auquel les contreparties peuvent présenter des offres. Avant le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement étaient effectuées par voie d'appels d'offres à taux fixe (cf. section 4.3).

4.3 Les opérations d'open market

En fonction de leur objectif, de leur régularité et des procédures suivies, les opérations d'open market de l'Eurosystème peuvent être regroupées en quatre catégories : opérations principales de refinancement, opérations de refinancement à plus long terme, opérations de réglage fin et opérations structurelles (cf. tableau 4.1 et encadré 4.2).

Les opérations principales de refinancement

Comme mentionné précédemment, les opérations principales de refinancement sont les opérations d'open market les plus importantes effectuées par l'Eurosystème. Elles jouent un rôle-clé dans le pilotage des taux d'intérêt, la gestion de la liquidité et l'indication de l'orientation de la politique monétaire. Elles constituent également le principal canal de refinancement du système bancaire et sont exécutées de manière décentralisée par les BCN.

Les opérations principales de refinancement sont des opérations d'apport de liquidité. Elles ont une fréquence hebdomadaire, leur durée est de deux semaines et elles sont effectuées par voie d'appels d'offres normaux. Dans le contexte du cadre opérationnel de l'Eurosystème, le terme « normaux » se réfère aux appels d'offres conduits conformément à un calendrier pré-annoncé

Quatre catégories d'opération d'open market

Les fonctions des opérations principales de refinancement

Les appels d'offres normaux

et exécutés dans un délai de 24 heures entre l'annonce de l'appel d'offres et la communication des résultats. Toutes les contreparties qui satisfont aux critères généraux d'éligibilité peuvent participer à ces opérations. En principe, tous les établissements de crédit établis dans la zone euro font potentiellement partie des contreparties éligibles de l'Eurosystème (cf. encadré 4.1).

L'Eurosystème peut effectuer des appels d'offres à taux fixe ou à taux variable. Dans le premier cas, le taux d'intérêt est déterminé à l'avance par le Conseil des gouverneurs et les contreparties soumissionnent pour le montant auquel elles souhaitent être servies à ce taux. Dans le second cas, les soumissions des contreparties portent à la fois sur le montant qu'elles souhaitent obtenir et sur le taux auquel elles veulent participer à l'opération. Pour les appels d'offres à taux variable, le Conseil des gouverneurs peut fixer un taux de soumission minimal afin de signaler l'orientation de la politique monétaire. Quelle que soit la procédure utilisée, c'est la BCE qui décide du montant de liquidité alloué. Dans le cas d'un appel d'offres à taux fixe, cette situation implique normalement une adjudication au prorata des soumissions de chaque banque, sur la base du rapport entre le montant total des soumissions et celui des liquidités à allouer. Pour un appel d'offres à taux variable, les soumissions assorties des taux d'intérêt les plus élevés sont satisfaites en priorité, puis les offres à taux d'intérêt moins élevés sont successivement acceptées jusqu'à épuisement du montant total des liquidités à adjudger. Au taux d'intérêt le plus bas accepté, appelé « taux marginal de l'adjudication », les offres sont satisfaites au prorata, en fonction du montant total à adjudger décidé par la BCE.

Une distinction supplémentaire s'applique aux appels d'offres à taux variable. Dans le cas de la procédure d'adjudication à « taux unique », le taux d'intérêt marginal s'applique à toutes les soumissions servies. En revanche, si la procédure à « taux multiple » est retenue, le taux d'intérêt appliqué est celui offert pour chaque soumission.

Entre début 1999 et juin 2000, l'Eurosystème a effectué ses opérations principales de refinancement par voie d'appels d'offres à taux fixe. À compter du 27 juin 2000, ces opérations ont été réalisées sous la forme d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux de soumission minimal en utilisant la procédure d'adjudication à taux multiples. Ce changement a été motivé par l'ampleur du phénomène de sursoumission lors des opérations principales de refinancement à taux fixe, qui s'expliquait par l'existence d'un écart important et durable entre les taux du marché monétaire et le taux fixe appliqué aux opérations principales de refinancement début 2000 (cf. graphique 4.1). Cet écart résultait lui-même, en grande partie, des anticipations du marché relatives à de nouveaux relèvements des taux directeurs de la BCE, notamment au printemps 2000. L'écart entre les taux de marché et le principal taux de refinancement de la BCE a rendu le refinancement auprès de cette dernière très attractif pour les banques et a abouti à des soumissions très importantes de leur part. Dans le cas d'un appel d'offres à taux variable, en revanche, les banques, qui auraient à payer un prix plus élevé pour obtenir des liquidités supplémentaires, ne sont pas incitées à présenter des soumissions excessives.

Lors du passage aux appels d'offres à taux variable, l'Eurosystème a également commencé à annoncer, chaque semaine, le besoin de refinancement estimé du système bancaire pour la période allant jusqu'au jour précédant le règlement

Les appels d'offres à taux fixe et à taux variable

Les procédures à taux unique et à taux multiple

L'utilisation des procédures d'appels d'offres en 1999 et 2000

de l'opération principale de refinancement suivante. La publication de cette estimation aide les contreparties à préparer leurs soumissions pour la prochaine opération principale de refinancement. La section 4.6 décrit les facteurs déterminant les besoins de liquidité du système bancaire.

La publication du besoin de refinancement

Les opérations de refinancement à plus long terme

Outre les opérations principales de refinancement hebdomadaires, l'Eurosystème procède également à des opérations mensuelles de refinancement à plus long terme, assorties d'une échéance à trois mois. Ces opérations sont destinées à fournir au système bancaire des liquidités à plus long terme. Elles sont jugées utiles afin d'éviter de renouveler l'ensemble de la liquidité du marché monétaire toutes les deux semaines et de permettre aux contreparties d'accéder au refinancement à plus long terme. De même que les opérations principales de refinancement, ces opérations à plus long terme sont effectuées de manière décentralisée, par voie d'appels d'offres normaux et toutes les contreparties qui satisfont aux critères généraux d'éligibilité peuvent y participer (cf. encadré 4.1).

Les opérations de refinancement à plus long terme

Dans la mesure où il n'a pas été jugé souhaitable que l'Eurosystème influence les taux d'intérêt du marché monétaire de plus d'un point sur la gamme des échéances, les opérations de refinancement à plus long terme ont été conçues de façon à ce que l'Eurosystème les conduise en retenant les taux de soumission qui lui sont proposés. Afin de ne pas brouiller le signal donné par les opérations principales de refinancement, elles sont exécutées par voie d'appels d'offres à taux variable avec annonce préalable du montant à allouer. Le Conseil des gouverneurs indique à l'avance le montant qui sera réparti à l'occasion des appels d'offres à venir, l'objectif étant de ne satisfaire qu'une partie du besoin total de refinancement du système bancaire par le biais de ces opérations.

L'Eurosystème retient les taux de soumission qui lui sont proposés

En 1999 et 2000, les opérations de refinancement à plus long terme ont représenté, en moyenne, 26 % du montant total des opérations d'*open market*. Au cours des deux premiers mois de 1999, les opérations de refinancement à plus long terme ont été effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable en utilisant une procédure à taux unique. À compter de mars 1999, ces opérations ont été effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable en recourant à une procédure à taux multiples.

L'apport de liquidités supplémentaires

Les opérations de réglage fin

L'Eurosystème peut également effectuer de façon ponctuelle des opérations d'*open market*, c'est-à-dire des opérations de réglage fin. Leur fréquence et leur durée ne sont pas normalisées et il peut s'agir d'opérations d'apport ou de retrait de liquidité. Elles visent à gérer la situation de la liquidité et à piloter les taux d'intérêt sur le marché monétaire, notamment pour y atténuer l'incidence de fluctuations imprévues de la liquidité. Les opérations de réglage fin peuvent s'effectuer sous la forme d'opérations de cession temporaire, d'opérations ferme, de *swaps* de change et de reprises de liquidité en blanc; ces différentes procédures sont décrites dans l'encadré 4.2. À fin 2000, l'Eurosystème n'avait procédé qu'à deux opérations de réglage fin.

Les opérations de réglage fin

Les différents types d'opérations d'*open market*

Les opérations de cession temporaire constituent le principal instrument d'*open market* de l'Eurosystème et peuvent être utilisées dans le cadre de toutes catégories d'opérations d'*open market* destinées à fournir de la liquidité. L'Eurosystème dispose de trois autres instruments pour la conduite des opérations de réglage fin: les opérations ferme, les *swaps* de change et les reprises de liquidité en blanc. Enfin, en ce qui concerne les opérations structurelles, la BCE peut émettre des certificats de dette (cf. tableau 4.1).

1 Les opérations de cession temporaire

Les opérations de cession temporaire sont des opérations par lesquelles l'Eurosystème achète ou vend des actifs éligibles dans le cadre d'accords de pension ou octroie des prêts garantis par des actifs éligibles. Les opérations de cession temporaire sont utilisées pour les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme. De plus, l'Eurosystème peut utiliser les opérations de cession temporaire dans le cadre d'opérations structurelles et de réglage fin.

Lorsque les opérations de cession temporaire revêtent la forme d'une pension, la différence entre le prix d'achat et le prix de rachat correspond aux intérêts dus sur le montant emprunté ou prêté pour la durée de l'opération, c'est-à-dire que le prix de rachat comprend les intérêts dus à l'échéance. Les intérêts sur une opération de cession temporaire sous forme de prêt garanti sont déterminés en appliquant le

taux d'intérêt spécifié au montant du crédit pour la durée de l'opération.

2 Les opérations ferme

Les opérations ferme d'*open market* sont des opérations par lesquelles l'Eurosystème achète ou vend ferme sur le marché des actifs éligibles. Elles ne sont effectuées qu'à des fins structurelles et au titre du réglage fin.

3 Les *swaps* de change

Les *swaps* de change effectués à des fins de politique monétaire consistent en des achats ou ventes euro contre devise, effectués simultanément au comptant et à terme. Ils peuvent être utilisés pour le réglage fin, principalement en vue de gérer la situation de liquidité sur le marché et de piloter les taux d'intérêt.

4 Les reprises de liquidité en blanc

L'Eurosystème peut inviter les contreparties à placer des liquidités sous forme de dépôts à terme rémunérés auprès de la BCN de l'État membre dans lequel la contrepartie est implantée. Les reprises en blanc ne sont envisagées que pour le réglage fin en vue de retirer des liquidités du marché.

5 L'émission de certificats de dette de la BCE

La BCE peut émettre des certificats de dette en vue d'ajuster la position structurelle de l'Eurosystème vis-à-vis du secteur financier en créant ou accentuant un besoin de refinancement sur le marché.

En raison de leur objectif, les opérations de réglage fin sont, en principe, exécutées par voie d'appels d'offres « rapides ». Il s'écoule une heure entre l'annonce de l'opération et la communication des résultats de l'adjudication. Les opérations de réglage fin peuvent également s'effectuer par des procédures bilatérales, l'Eurosystème effectuant une transaction avec une ou plusieurs contreparties sans recourir aux appels d'offres.

Compte tenu de la nécessité d'agir rapidement dans le cas d'évolutions imprévues des marchés, il est souhaitable que l'Eurosystème conserve une grande souplesse dans la définition des caractéristiques des opérations de réglage fin. Elles sont, en principe, exécutées de manière décentralisée par les BCN, mais le Conseil des gouverneurs peut décider, dans des circonstances exceptionnelles, que des opérations bilatérales de réglage fin puissent être exécutées par la BCE. Pour des raisons opérationnelles, seul un nombre limité de contreparties peut participer aux opérations de réglage fin.

Les opérations structurelles

Le cadre opérationnel offre également à l'Eurosystème la possibilité de procéder à des « opérations structurelles ». Celles-ci seraient destinées à opérer un ajustement de la position structurelle de l'Eurosystème vis-à-vis du secteur bancaire, c'est-à-dire le montant de liquidité disponible sur le marché à long terme. Ces opérations pourraient être effectuées sous forme d'opérations de cession temporaire, d'opérations ferme ou d'émission de certificats de dette (cf. encadré 4.2). À fin 2000, l'Eurosystème n'avait réalisé aucune opération structurelle. En principe, il peut s'agir d'opérations d'apport ou de retrait de liquidité et leur fréquence peut être régulière ou non. Elles pourraient être effectuées par voie d'appels d'offres normaux et leur durée n'est pas normalisée *a priori*. Les opérations structurelles pourraient être exécutées de manière décentralisée et toutes les contreparties qui satisfont aux critères généraux d'éligibilité pourraient y participer.

4.4 Les réserves obligatoires

Description du système

La BCE impose aux établissements de crédit l'obligation de constituer des dépôts sur des comptes ouverts sur les livres des BCN : ces dépôts sont appelés réserves « obligatoires »⁴. Le montant des réserves obligatoires à constituer par chaque établissement est déterminé en fonction de son assiette de réserves. Celle-ci est définie en fonction des éléments de son bilan. Le tableau 4.2 présente les principaux éléments de passif inclus dans l'assiette des réserves.

⁴ Le régime juridique du système de réserves obligatoires de l'Eurosystème s'appuie sur l'article 19 des Statuts du SEBC. Les détails concernant le système des réserves obligatoires figurent dans différents actes juridiques, dont les plus importants sont le Règlement du Conseil (CE) n° 2531/98 relatif à l'application de réserves obligatoires par la BCE et le Règlement (CE) n° 2818/98 de la Banque centrale européenne concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/1998/15), modifié.

Les appels d'offres rapides et les procédures bilatérales

Une grande souplesse

Les opérations structurelles

Les réserves obligatoires et l'assiette des réserves

Tableau 4.2**Engagements des établissements de crédit inclus dans l'assiette des réserves**

(encours à fin décembre 2000 ; milliards d'euros)

(A) Engagements auxquels s'applique un taux de réserve positif

Dépôts (y compris les dépôts à vue, les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à deux ans)	5 711
Titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	137
Instruments du marché monétaire	187
Total (A)	6 035

(B) Engagements auxquels s'applique un taux zéro

Dépôts (y compris les dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis supérieur à deux ans)	1 274
Titres de créance d'une durée initiale supérieure à deux ans	2 234
Titres en pension	528
Total (B)	4 036
Assiette des réserves totale (A) + (B)	10 071

Il convient de souligner ici que les engagements envers d'autres établissements de crédit figurant sur la liste des établissements assujettis au régime de réserves obligatoires de l'Eurosystème ainsi que les engagements vis-à-vis de la BCE et des BCN ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves.

Le montant des réserves à constituer pour un établissement est calculé en multipliant l'assiette des réserves par un taux de réserve. La BCE applique un taux de réserve positif uniforme à la plupart des engagements inclus dans l'assiette des réserves. Ce taux de réserve a été fixé à 2% au début de la phase III de l'UEM. La plupart des engagements à court terme figurant dans les bilans des établissements de crédit sont soumis à un taux de réserve positif. Comme le montre le tableau 4.2, les engagements à long terme et les titres en pension ne sont pas soumis à ce taux.

Comme mentionné précédemment, le montant des réserves obligatoires pour chaque établissement est calculé en appliquant les taux de réserve à l'assiette des réserves. Les établissements de crédit peuvent appliquer à leurs réserves à constituer un abattement forfaitaire uniforme qui s'élevait à 100 000 euros au

Le taux de réserve

L'abattement forfaitaire

démarrage de la phase III de l'UEM. Cet abattement est destiné à réduire les coûts administratifs résultant de la gestion de réserves obligatoires de montants très faibles.

Pour constituer leurs réserves obligatoires, les établissements de crédit doivent détenir des avoirs sur leurs comptes courants auprès des BCN. À cet effet, le système de réserves obligatoires de l'Eurosystème permet la constitution des réserves en moyenne. Cela signifie que le respect de l'obligation de réserves est évalué sur la base de la moyenne des soldes journaliers des comptes de réserves des contreparties sur une période de constitution d'un mois. Les périodes de constitution de réserves débutent le 24^e jour de calendrier de chaque mois et se terminent le 23^e jour de calendrier du mois suivant.

L'Eurosystème a voulu garantir que le système de réserves obligatoires ne pèse pas sur le système bancaire de la zone euro et ne compromette pas la répartition efficace des ressources. Pour cette raison, les réserves obligatoires constituées par les établissements de crédit sont rémunérées. La rémunération correspond à la moyenne, au cours de la période de constitution, du taux marginal (pondéré du nombre de jours de calendrier) des opérations principales de refinancement. Ce taux est, par conséquent, très proche des taux du marché monétaire.

Le graphique 4.2 présente un exemple de calcul des réserves obligatoires de l'Eurosystème pour la période de constitution allant du 24 novembre 2000 au 23 décembre. Dans cet exemple, l'assiette des réserves des établissements de crédit est déterminée par les engagements ressortant de leur bilan au 31 octobre 2000. En appliquant le taux de réserve de 2% à l'assiette retenue et en déduisant l'abattement forfaitaire, le montant des réserves obligatoires est fixé pour la période de constitution des réserves débutant le 24 novembre et se terminant le 23 décembre. Dans le graphique 4.2, la courbe bleue fait apparaître le fonctionnement du mécanisme de constitution en moyenne des réserves dans le système de réserves obligatoires de l'Eurosystème. Les avoirs en compte courant des établissements de crédit peuvent varier librement par rapport au montant des réserves à constituer, mais les avoirs moyens sur ces comptes doivent être au moins égaux aux réserves requises sur l'ensemble de la période de constitution des réserves. Dans l'exemple, la moyenne des avoirs en compte courant des établissements de crédit auprès de l'Eurosystème s'est élevée à 117,2 milliards d'euros, soit un excédent de réserves de 0,6 milliard par rapport au montant de 116,6 milliards requis au titre des réserves obligatoires.

Les fonctions

La première fonction essentielle du système de réserves obligatoires est la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire, fonction assurée par le système de constitution en moyenne. Ce mécanisme permet aux contreparties de lisser les effets des variations journalières de liquidité (c'est-à-dire celles qui résultent de la demande de signes monétaires), les déséquilibres transitoires des réserves pouvant être compensés par des déséquilibres de sens opposé au cours de la même période de constitution. Grâce au mécanisme de constitution en moyenne, les établissements de crédit peuvent également tirer profit de prêts accordés sur le marché et afficher un déficit de

La constitution en moyenne des réserves et la période de constitution des réserves

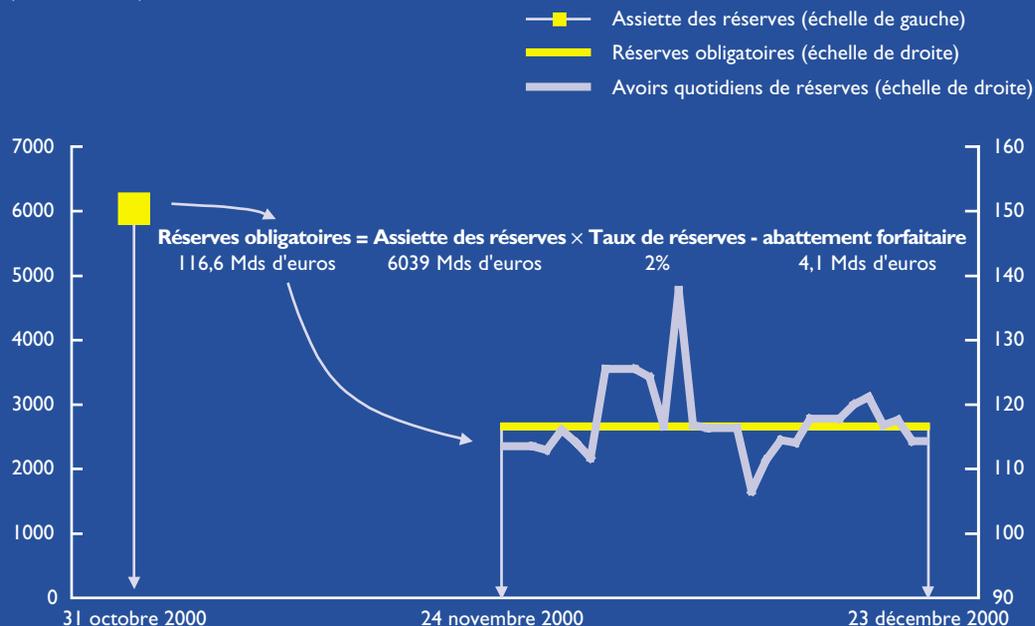
La rémunération des réserves obligatoires

Le calcul des réserves obligatoires

La stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire

Fonctionnement du système de réserves obligatoires de l'Eurosystème

(milliards d'euros)



Source : BCE

réserves chaque fois que les taux du marché monétaire sur les échéances les plus courtes sont supérieurs à ceux attendus pour le reste de la période de constitution des réserves. Dans le cas inverse, ils peuvent emprunter sur le marché et avoir un excédent de réserves. En théorie, cet « arbitrage intertemporel » devrait garantir, pendant toute la période de constitution des réserves, l'égalité entre le niveau effectif et le niveau attendu des taux les plus courts du marché monétaire à la fin de la période de constitution. Ce mécanisme stabilise le taux d'intérêt au jour le jour pendant la période de constitution des réserves et rend inutiles des interventions fréquentes de la banque centrale sur le marché monétaire. Le mécanisme de constitution en moyenne fonctionne sans heurt pendant la période de constitution des réserves. Cependant, à la fin de cette période, l'obligation de réserves obligatoires devient irrévocable et les banques ne peuvent plus reporter leur excédent ou leur déficit de liquidité. Cette situation explique les pics enregistrés par l'EONIA à l'approche de la clôture de la période de constitution des réserves, comme cela apparaît au graphique 4.1.

L'accroissement du déficit structurel de liquidité du système bancaire

La seconde fonction importante assignée au système de réserves obligatoires consiste à accentuer le déficit structurel de liquidité du système bancaire. La nécessité pour les banques de constituer des réserves auprès des BCN contribue à accroître la demande de refinancement auprès de la banque centrale, ce qui facilite le pilotage, par la BCE, des taux d'intérêt du marché monétaire par le biais des opérations normales d'apport de liquidité.

4.5 Les facilités permanentes

Comme mentionné précédemment, l'Eurosystème met également en œuvre la politique monétaire en fixant les taux d'intérêt de ses facilités permanentes. Ces dernières permettent de fournir ou de retirer des liquidités au jour le jour, à l'initiative des contreparties. Deux facilités permanentes sont à la disposition des contreparties éligibles : la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt. Les banques sont peu incitées à les utiliser en raison des taux d'intérêt appliqués qui sont, en général, dissuasifs comparés aux taux du marché.

Le graphique 4.3 retrace l'utilisation journalière moyenne des facilités permanentes en 1999 et 2000. Celle-ci est restée inférieure à 1 milliard d'euros, ce qui montre que ces opérations sont utilisées uniquement pour fournir ou retirer des liquidités dans des circonstances exceptionnelles. L'introduction de l'euro début 1999 et le passage à l'an 2000 ont été des exemples de telles situations et expliquent le niveau relativement élevé du recours à la facilité de prêt marginal au cours des périodes de constitution de réserves se terminant en février 1999 et janvier 2000, respectivement⁵.

Le graphique 4.4 fait apparaître le profil classique du recours aux facilités permanentes au cours d'une période de constitution de réserves. Comme le montre ce graphique, le recours aux facilités permanentes est plus important à la fin de la période de constitution des réserves⁶. Ce phénomène est dû au mécanisme de constitution en moyenne prévu par le système de réserves obligatoires, qui permet aux établissements de présenter des déficits ou des excédents journaliers de liquidité et leur donne la possibilité soit d'anticiper la constitution des réserves exigées, soit de la reporter jusqu'à la fin de la période de constitution. L'obligation de constituer des réserves ne devient contraignante que le dernier jour de la période de constitution, lorsque les déficits et les excédents de liquidité ne peuvent plus être compensés par des déséquilibres en sens inverse au cours de la même période de constitution.

4.6 La liquidité de banque centrale et les besoins de refinancement du système bancaire

En résumé, le cadre opérationnel est constitué par l'ensemble des instruments et procédures utilisés par une banque centrale pour piloter les taux d'intérêt, signaler l'orientation de la politique monétaire et gérer la liquidité sur le marché monétaire. Le système bancaire de la zone euro, en raison, notamment, de ses besoins en signes monétaires et de l'obligation de constituer des réserves, présente globalement un déficit de liquidité et est dépendant du refinancement auprès de l'Eurosystème. Dans ce contexte, l'Eurosystème agit en tant que fournisseur de liquidité et peut ainsi piloter les taux du marché monétaire et transmettre les impulsions de la politique monétaire à l'ensemble de la zone euro.

Les facilités de prêt marginal et de dépôt

importantes dans des circonstances exceptionnelles...

... et à la fin de la période de constitution des réserves

L'Eurosystème, fournisseur de liquidité

⁵ La première période de constitution des réserves a eu une durée supérieure à la normale, débutant le 1^{er} janvier 1999 et se terminant le 23 février.

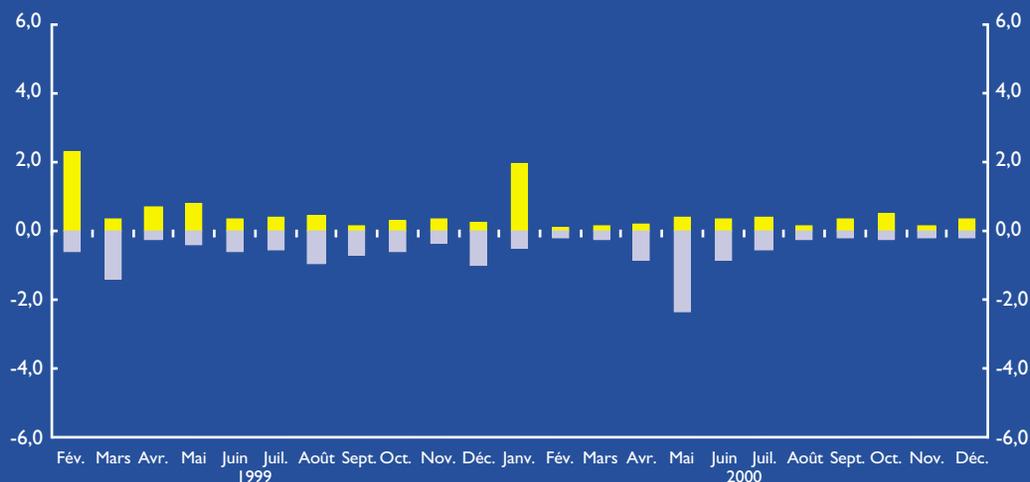
⁶ Le graphique 4.4 fait également apparaître des recours plus nombreux vers la fin du mois. Cependant, cette situation est fortement influencée par les circonstances particulières entourant le passage à l'an 2000.

Graphique 4.3

Recours aux facilités permanentes en 1999 et 2000

(milliards d'euros ; moyennes des positions quotidiennes au cours de la période de constitution des réserves)

- Recours à la facilité de dépôt
- Recours à la facilité de prêt marginal



Source : BCE

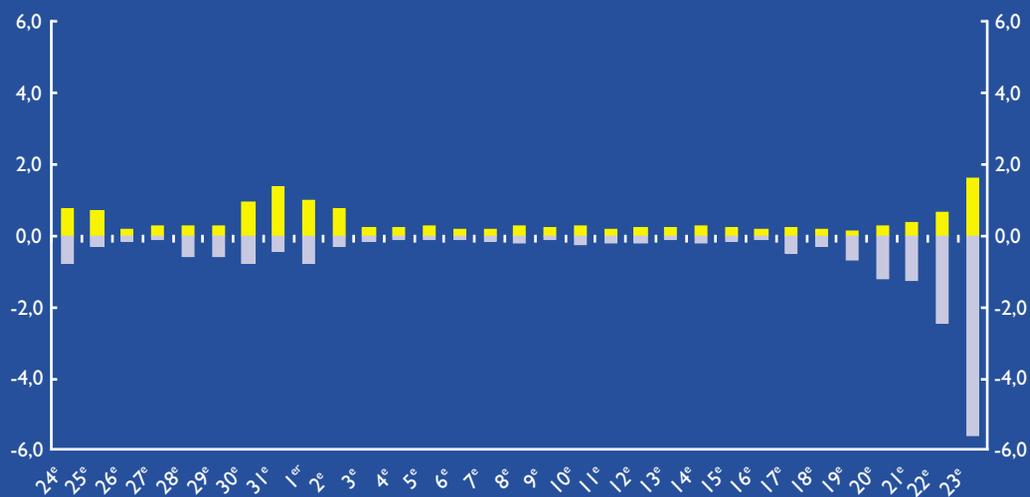
Note : l'axe des abscisses indique le mois au cours duquel a pris fin la période de constitution des réserves (il convient de noter que la première période de constitution ne s'est terminée qu'en février 1999).

Graphique 4.4

Recours aux facilités permanentes au cours d'une période de constitution des réserves

(milliards d'euros ; moyenne des positions quotidiennes de février 1999 à décembre 2000)

- Facilité de prêt marginal
- Facilité de dépôt



Source : BCE

L'interaction entre l'Eurosystème et le système bancaire peut être illustrée à l'aide du bilan consolidé de l'Eurosystème. Le tableau 4.3 présente une version simplifiée du bilan normalisé d'une banque centrale.

À l'actif figurent trois grands postes relatifs à la fourniture de liquidité: les « concours aux établissements de crédit », la « facilité de prêt marginal » et les « réserves nettes de change ». Le poste « concours aux établissements de crédit » se réfère à l'encours des opérations d'*open market* destinées à apporter des liquidités. Dans le cas de l'Eurosystème, ces opérations incluent toujours les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme. Les opérations de réglage fin et les opérations structurelles visant à fournir des liquidités figureraient également dans cette rubrique. La rubrique « facilité de prêt marginal » fait référence aux prêts au jour le jour accordés par la banque centrale aux établissements de crédit qui ont recours à cette facilité. Les « réserves nettes de change » recouvrent les avoirs en devises détenus par la banque centrale, nets de ses engagements libellés en devises.

Le bilan consolidé de l'Eurosystème

L'actif

Structure du bilan d'une banque centrale

Un bilan standardisé d'une banque centrale :

Tableau 4.3

ACTIF

Concours aux établissements de crédit
Facilité de prêt marginal
Réserves nettes de change

PASSIF

Avoirs des établissements de crédit en compte courant (réserves)
Facilité de dépôt
Billets en circulation
Dépôts des administrations publiques
Autres facteurs (net)

Peut être présenté de la façon suivante :

APPORTS DE LIQUIDITÉ PAR LE BIAIS DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

« Concours aux établissements de crédit »
+ « Facilité de prêt marginal »
– « Facilité de dépôt »

+

FACTEURS AUTONOMES

« Billets en circulation »
+ « Dépôts des administrations publiques »
– « Réserves nettes de change »
+ « Autres facteurs (net) »

+

RÉSERVES

« Avoirs des établissements de crédit en compte courant »

Le passif

Le passif se compose de cinq postes principaux, à savoir les « avoirs des établissements de crédit en compte courant », la « facilité de dépôt », les « billets en circulation », les « dépôts des administrations publiques » et les « autres facteurs (net) ». Les « avoirs des établissements de crédit en compte courant » font référence aux avoirs détenus auprès de la banque centrale par les établissements de crédit afin de satisfaire aux obligations de règlement résultant des transactions interbancaires et de respecter les exigences en matière de réserves obligatoires (également désignées simplement par le terme « réserves »). Le poste « facilité de dépôt » recouvre le recours total au jour le jour à cette facilité permanente. Le poste « billets en circulation » fait apparaître la quantité de billets de banque mis en circulation par la banque centrale à la demande des établissements de crédit. Il s'agit généralement du poste le plus important de l'actif. Les « dépôts des administrations publiques » reflètent l'existence de soldes en compte courant des différents Trésors publics auprès des BCN. Enfin, la rubrique « autres facteurs (net) » est un poste d'ajustement regroupant les postes résiduels du bilan.

L'offre et la demande de liquidité

D'un point de vue comptable, les montants respectifs de l'actif et du passif doivent toujours être égaux. Afin de comprendre comment opère une banque centrale, il est possible de diviser le bilan en trois rubriques (cf. les trois parties inférieures du tableau 4.3). Comme le montre ce tableau, le montant net des liquidités effectivement fournies aux établissements de crédit par la banque centrale est égal à la somme de deux éléments. Le premier est constitué par les « facteurs autonomes » (c'est-à-dire la somme des « billets en circulation », plus les « dépôts des administrations publiques », moins les « réserves nettes de change », plus les « autres facteurs (net) », qui représentent l'incidence nette des postes résiduels du bilan agissant sur la liquidité du marché monétaire). Ces facteurs influencent la liquidité du système bancaire et sont appelés « autonomes » dans le jargon des banques centrales car ils ne résultent généralement pas de l'utilisation des instruments de politique monétaire⁷. Le second élément est constitué par les « réserves » des établissements de crédit (« avoirs des établissements de crédit en compte courant »). La somme des « facteurs autonomes » et des « réserves » est égale à l'apport de liquidité réalisé par le biais des opérations de politique monétaire (somme des « concours aux établissements de crédit », plus la « facilité de prêt marginal », moins la « facilité de dépôt »).

La contribution des principaux éléments

Passant de cette analyse schématique au bilan effectif de l'Eurosystème, le tableau 4.4 fait apparaître la contribution de chaque élément à la liquidité du système bancaire entre le 24 novembre 2000 et le 23 décembre. L'essentiel de l'apport de liquidité s'est effectué par la voie des opérations principales de refinancement. Des liquidités supplémentaires ont été apportées par le biais des opérations de refinancement à plus long terme. Les facilités permanentes et les autres opérations, telles que les opérations de réglage fin, n'exercent, généralement, qu'une influence marginale sur la liquidité du système bancaire.

⁷ Certains facteurs autonomes échappent au contrôle des autorités monétaires (les « billets en circulation » et les « dépôts des administrations publiques »). D'autres, comme les « réserves nettes de change », peuvent être contrôlés par les autorités monétaires, mais les transactions portant sur ces actifs ne sont généralement pas liées aux opérations de politique monétaire (sauf dans le cas des swaps de change; cf. encadré 4.2).

Contributions à la liquidité du système bancaire

(milliards d'euros ; encours moyens journaliers du 24 novembre au 23 décembre 2000)

	Apports de liquidité (actif)	Retraits de liquidité (passif)	Contribution nette
Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème			
Opérations principales de refinancement	210,4	–	+ 210,4
Opérations de refinancement à plus long terme	45,0	–	+ 45,0
Facilités permanentes	0,4	0,4	+ 0,0
Autres opérations ¹⁾	0,0	0,0	0,0
TOTAL (a)	255,7	0,4	255,4
Facteurs autonomes agissant sur la liquidité bancaire			
Billets en circulation	–	360,4	–360,4
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème	–	61,1	– 61,1
Réserves nettes de change	394,4	–	+ 394,4
Autres facteurs (net)	–	111,1	– 111,1
TOTAL (b)	394,4	532,6	– 138,2
Réserves = Avoirs des établissements de crédit en compte courant auprès de l'Eurosystème			
Réserves obligatoires (c)			116,6
Excédent de réserves (d)			0,6
TOTAL (a) + (b) = (c) + (d)			117,2

Source : BCE

1) À l'exclusion des opérations ferme ainsi que de l'émission de certificats de dette par les BCN pendant la phase II de l'UEM et de l'encours sur la période considérée dans le tableau

La deuxième partie du tableau 4.4 présente les « facteurs autonomes ». Les retraits de liquidité résultant des facteurs autonomes ont généralement pour origine les billets en circulation et les dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème. Les billets en circulation réduisent la liquidité du système bancaire car ils doivent être obtenus auprès de la banque centrale à laquelle les établissements de crédit doivent, par conséquent, emprunter des fonds. Les réserves nettes de change détenues par l'Eurosystème exercent également un effet sur la liquidité du système bancaire. Les achats de devises effectués par l'Eurosystème injectent des liquidités dans le système bancaire et

Les facteurs autonomes

L'importance relative des facteurs d'apport de liquidité

réduisent le recours à des opérations de politique monétaire d'apport de liquidité. Les réserves obligatoires exercent un effet de retrait de liquidité d'une importance comparable à celle des facteurs autonomes dans leur ensemble. L'écart entre les avoirs des établissements de crédit en compte courant auprès de l'Eurosystème et les réserves à constituer représente les « réserves en excédent ».

Les graphiques 4.5 et 4.6 retracent l'évolution des principaux facteurs d'apport et de retrait de liquidité en 1999 et 2000. Le graphique 4.5 montre que l'essentiel de l'apport de liquidité s'est effectué par le biais des opérations principales de refinancement, reflétant le rôle-clé joué par cet instrument de politique monétaire. Des liquidités supplémentaires ont été allouées par l'intermédiaire des opérations de refinancement à plus long terme. Comme l'indique le graphique 4.5, ce montant s'est établi entre 45 milliards d'euros et 75 milliards pendant la période sous revue.

L'importance relative des facteurs de retrait de liquidité

Le graphique 4.6 présente l'évolution des deux principaux éléments à l'origine d'un déficit structurel de liquidité dans le système bancaire. Les réserves obligatoires ont généralement expliqué plus de la moitié du besoin total de refinancement du système bancaire. Les retraits de liquidité imputables aux facteurs autonomes ont augmenté au fil du temps pour atteindre un niveau pratiquement égal à celui des réserves obligatoires à la fin de la période considérée.

4.7 Le fonctionnement du cadre opérationnel en 1999 et 2000

Une faible volatilité des taux d'intérêt à court terme

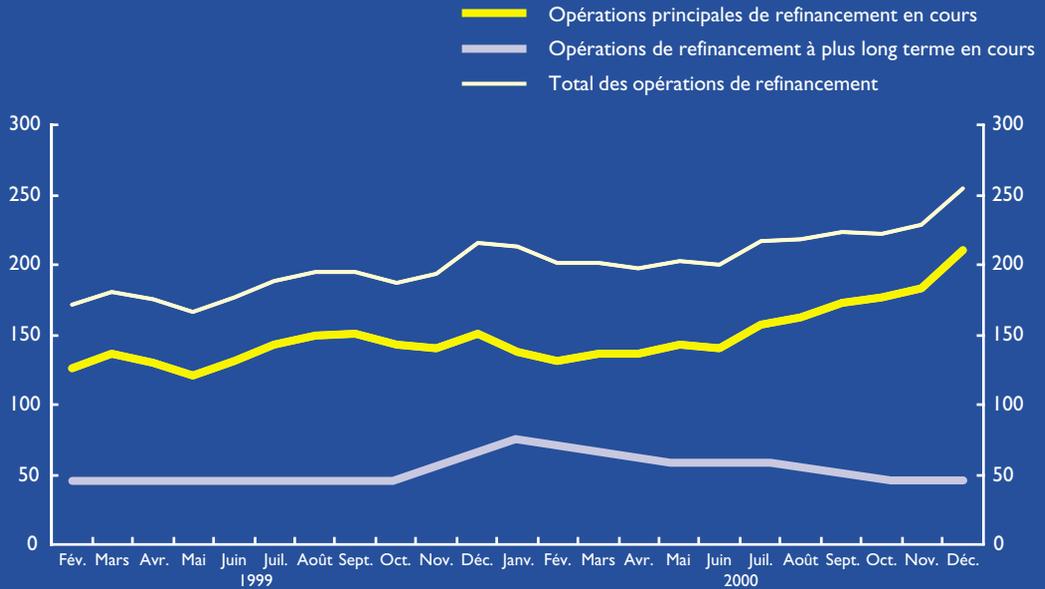
Le cadre opérationnel de l'Eurosystème a fonctionné de façon satisfaisante depuis début 1999. Il a permis à la BCE de piloter de manière harmonieuse les conditions de la liquidité et les taux d'intérêt à court terme. Au cours des deux premières années de la phase III de l'UEM, la volatilité des taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire de la zone euro est demeurée inférieure à celle observée sur la plupart des autres marchés monétaires. Cette faible volatilité a été obtenue pratiquement sans recourir aux opérations de réglage fin, c'est-à-dire uniquement en associant un système de réserves obligatoires avec constitution en moyenne et des opérations d'*open market* hebdomadaires. La stabilité des conditions en vigueur sur le marché monétaire contribue à la transmission efficace de la politique monétaire à l'économie. En outre, cela traduit la forte crédibilité dont bénéficie la banque centrale quant à ses capacités opérationnelles et de gestion de la liquidité.

Le signalement clair de l'orientation de la politique monétaire

La conduite, jusqu'en juin 2000, d'opérations d'appels d'offres à taux fixe pour les opérations principales de refinancement a permis de signaler clairement l'orientation de la politique monétaire. Ce jugement positif sur la clarté du signal s'applique également à la procédure d'appels d'offres à taux variable assortie d'un taux de soumission minimal utilisée depuis juin 2000. Ce système a fonctionné de façon satisfaisante, comme l'illustre l'écart relativement faible constaté entre le taux marginal de l'adjudication et le taux de soumission minimal. De plus, la volatilité des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire est restée aussi modérée que pendant la période des appels d'offres à taux fixes.

Opérations principales de refinancement et opérations de refinancement à plus long terme, en volume

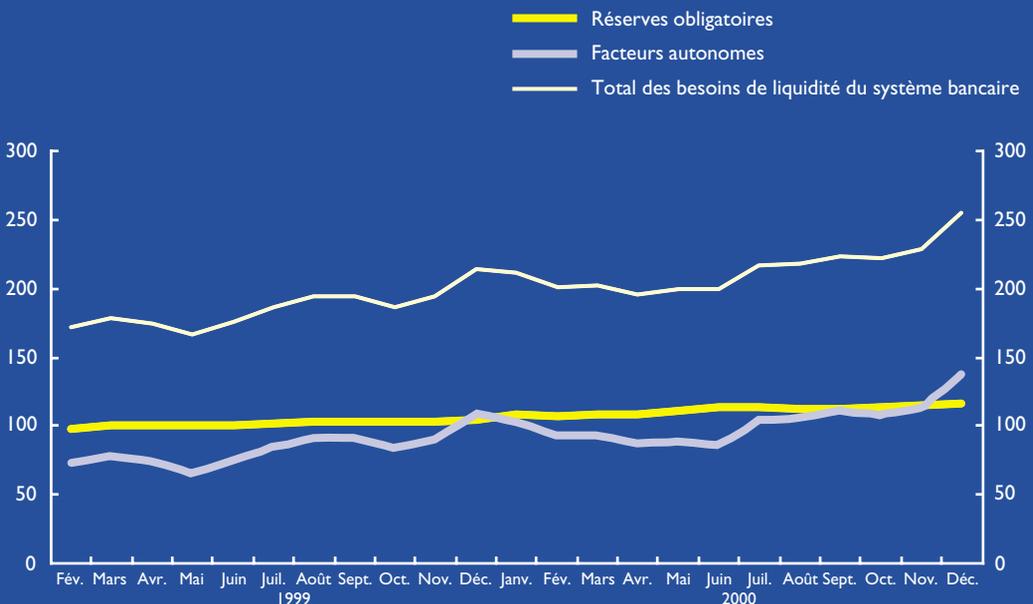
(milliards d'euros ; moyennes des positions quotidiennes au cours de la période de constitution)



Source : BCE

Réserves obligatoires et facteurs autonomes

(milliards d'euros ; moyenne des positions quotidiennes au cours de la période de constitution)



Source : BCE

Un cadre
opérationnel flexible

Enfin, le cadre opérationnel englobant les appels d'offres hebdomadaires assortis d'une échéance à deux semaines et les appels d'offres mensuels avec une échéance à trois mois a rempli les objectifs consistant d'une part à fournir des liquidités à long terme aux établissements de crédit et, d'autre part, à procurer à l'Eurosystème une souplesse suffisante pour piloter les évolutions de la liquidité avec suffisamment de précision à court terme. Le cadre opérationnel a également fait preuve d'une grande flexibilité pour s'adapter à des environnements financiers en mutation. Cette capacité d'adaptation a été soulignée par une comparaison entre l'ampleur des mesures prises par de nombreuses banques centrales de par le monde pour préparer le passage au nouveau millénaire et les ajustements relativement mineurs réalisés par l'Eurosystème à cet égard.

5 Les décisions de politique monétaire prises en 1999 et en 2000

Ce chapitre expose la façon dont la politique monétaire a été conduite au cours des deux premières années de la phase III de l'UEM. En avril 1999, alors que les tensions inflationnistes étaient faibles, le Conseil des gouverneurs a décidé de ramener de 3 % à 2,5 % le taux de ses opérations principales de refinancement. Cependant, après l'été 1999, la situation s'est progressivement modifiée. La croissance monétaire s'est maintenue à un niveau supérieur à la valeur de référence et, dans le même temps, essentiellement du fait de l'incidence négative exercée par les cours du pétrole et le taux de change de l'euro, les tensions sur les prix se sont accrues. En outre, la croissance du PIB en volume est demeurée vigoureuse. Afin de préserver la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 225 points de base au total entre novembre 1999 et octobre 2000.

5.1 Les principales évolutions

Au début de 1999

Le processus de convergence conduisant à la phase III de l'UEM s'était achevé avec succès lorsque la BCE a endossé la responsabilité de la politique monétaire de la zone euro, le 1^{er} janvier 1999. L'objectif de stabilité des prix avait été atteint, permettant ainsi au Conseil des gouverneurs de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux très faibles. Le premier taux d'intérêt des opérations principales de refinancement (cf. chapitre 4 pour les détails de la mise en œuvre de la politique monétaire) était fixé à 3 %, tandis que les taux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt s'établissaient à 4,5 % et 2 %, respectivement. Ces taux avaient été officiellement annoncés le 22 décembre 1998, à la suite d'une réduction concertée des taux d'intérêt directeurs par les BCN des pays adoptant l'euro. Cette réduction, qui avait été décidée début décembre 1998, parachevait le processus de convergence des taux d'intérêt officiels intervenu durant les préparatifs de la phase III.

Au début de la phase III, à titre de mesure transitoire en vue de faciliter le passage à un marché monétaire unique, le Conseil des gouverneurs a adopté un « corridor étroit » pour les taux d'intérêt de marché à court terme. Du 4 janvier 1999 au 21 janvier, les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont été fixés à 3,25 % et 2,75 %, respectivement. Ces dispositions transitoires ont expiré le 22 janvier 1999, date à laquelle les taux d'intérêt des facilités permanentes décidés en décembre sont entrés en vigueur (cf. graphique 4.1).

Au premier trimestre 1999, les évolutions de prix sont demeurées très modérées. En janvier et en février, l'inflation mesurée par l'IPCH s'est maintenue au niveau auquel elle était ressortie en décembre 1998, soit 0,8 % (cf. graphique 5.3). Dans ce contexte de faible inflation, certains éléments ont conduit à penser que le repli de l'activité économique dans la zone euro pourrait être plus important que ce qui avait été anticipé fin 1998. Ce mouvement était essentiellement une conséquence du recul de la demande extérieure imputable à la crise asiatique de fin 1997 et de l'effritement de la confiance qui a suivi les turbulences ayant affecté les marchés internationaux

Le transfert de la politique monétaire à la BCE

Un corridor étroit de taux d'intérêt, afin de faciliter la transition

Risques de baisse sur la stabilité des prix au début 1999

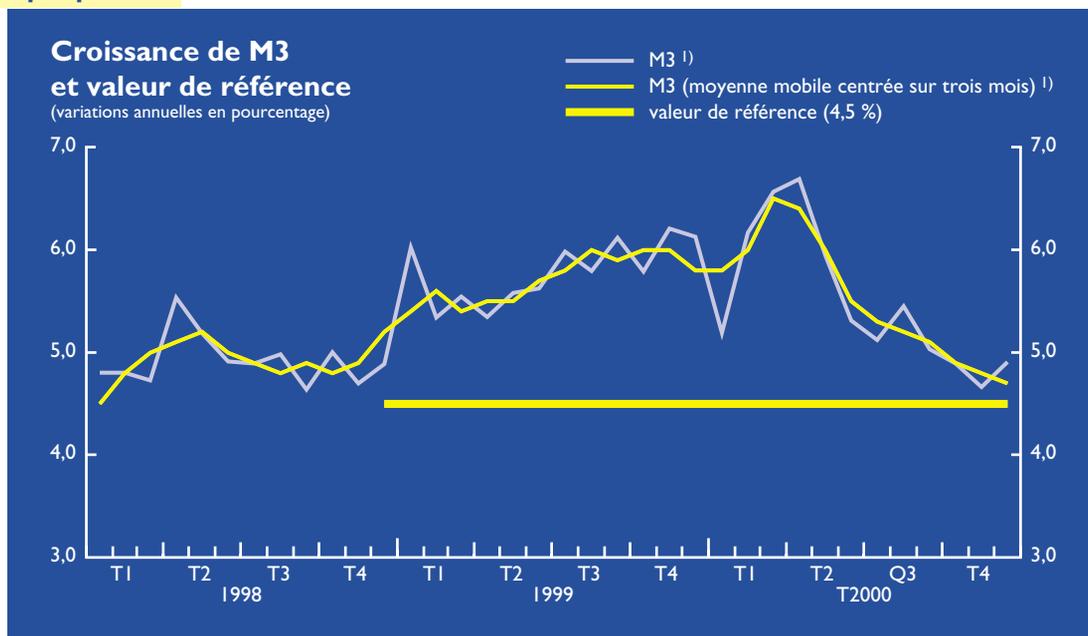
dans le sillage de la crise russe de l'été 1998. La croissance du PIB en volume s'était sensiblement ralentie au dernier trimestre 1998, et la croissance des exportations était devenue négative. Au début 1999, il est, dès lors, apparu de plus en plus clairement que les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme étaient orientés à la baisse.

La réaction de la politique monétaire à ces risques devait toutefois prendre en compte le fait que, début 1999, certains indicateurs semblaient annoncer un retournement de tendance. En particulier, la moyenne sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 pour la période allant de décembre 1998 à février 1999 s'est établie à un niveau supérieur à la valeur de référence de 4,5% fixée pour la croissance de M3 (cf. graphique 5.1). Les concours au secteur privé ont progressé rapidement, à un rythme de 10% par an environ début 1999, cadence difficilement conciliable avec les indices d'affaiblissement de l'activité (cf. graphique 5.2). Par ailleurs, en dépit du ralentissement économique, la confiance des consommateurs est demeurée relativement élevée. Enfin, les cours du pétrole ont commencé de se renchérir à partir de la mi-février, et l'euro s'est déprécié en termes effectifs au cours des premiers mois de l'année (cf. graphique 5.4); ces deux facteurs ont également exercé des tensions sur les prix.

Les données de M3 semblent avoir été affectées par des facteurs spécifiques

L'évaluation des évolutions monétaires au début 1999 a, en outre, été compliquée par les incertitudes entourant l'incidence du passage à la phase III de l'UEM sur les agrégats monétaires. En fait, on estime que la forte hausse du stock de M3 observée en janvier 1999 a probablement résulté de facteurs spécifiques tels que les modifications des systèmes de déclaration statistique ou le passage au nouveau système de réserves obligatoires.

Graphique 5.1



Source : BCE

1) Séries corrigées des parts d'OPCVM monétaires détenues par les non-résidents de la zone euro

Au total, étant donné ces incertitudes et le niveau très modeste de l'écart de M3 par rapport à la valeur de référence, le Conseil des gouverneurs n'a pas considéré, à ce moment-là, que les évolutions monétaires présentaient des risques de détérioration pour la stabilité des prix. Dès lors, dans un contexte où les taux d'inflation se situaient nettement en deçà de la limite supérieure de la définition de la stabilité des prix de la BCE et compte tenu des pressions à la baisse susceptibles de peser sur l'évolution future des prix à la suite d'un ralentissement de l'activité économique, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 8 avril 1999, de réduire de 50 points de base le taux des opérations principales de refinancement, le ramenant à 2,5%. Le même jour, le Conseil des gouverneurs a abaissé le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal à 3,5% et celui de la facilité de dépôt à 1,5%, établissant ainsi un corridor symétrique de taux d'intérêt autour du taux des opérations principales de refinancement. Ces décisions étaient considérées comme une mesure préventive appropriée pour préserver la stabilité des prix à moyen terme.

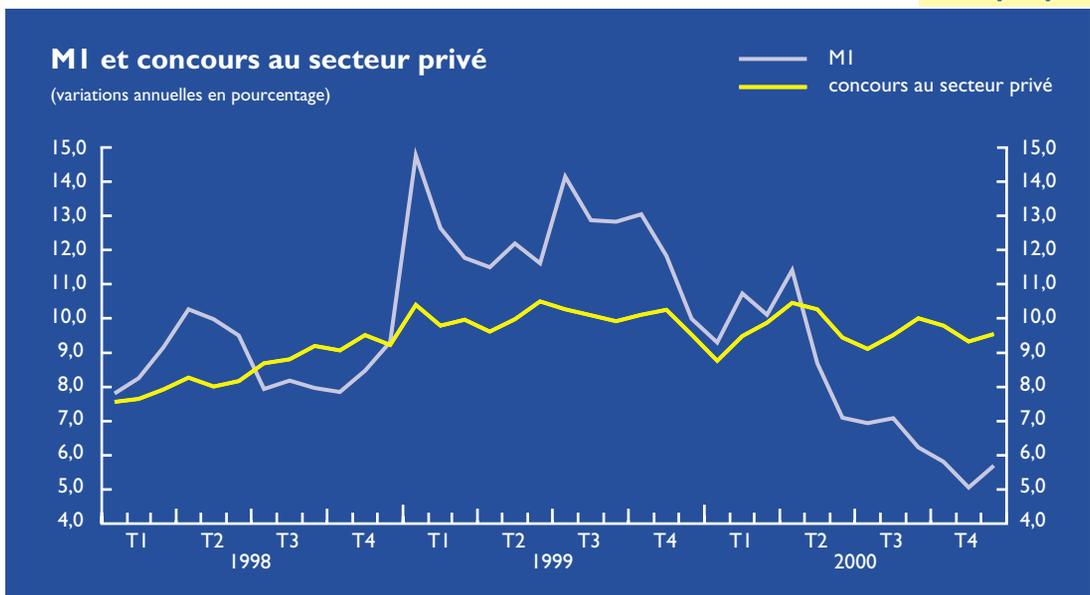
La baisse des taux d'intérêt en avril 1999

Le second semestre 1999

L'environnement économique s'est peu à peu modifié au cours des mois suivants. Durant l'été 1999, les informations relatives à l'activité économique dans la zone euro ont dénoté de plus en plus nettement une diminution des risques de baisse entourant la stabilité des prix. L'environnement extérieur a continué de s'améliorer parallèlement à la stabilisation, voire à l'accélération de l'activité dans plusieurs économies de marché émergentes. L'activité économique aux États-Unis a continué de se développer à un rythme soutenu. Globalement, il est peu à peu apparu évident que la croissance économique dans la zone euro allait fortement s'accélérer au cours du second semestre 1999 et en 2000.

Une amélioration progressive de l'environnement économique...

Graphique 5.2



Source : BCE

... et une expansion monétaire prolongée...

... ont donné lieu à un relèvement des taux d'intérêt en novembre 1999...

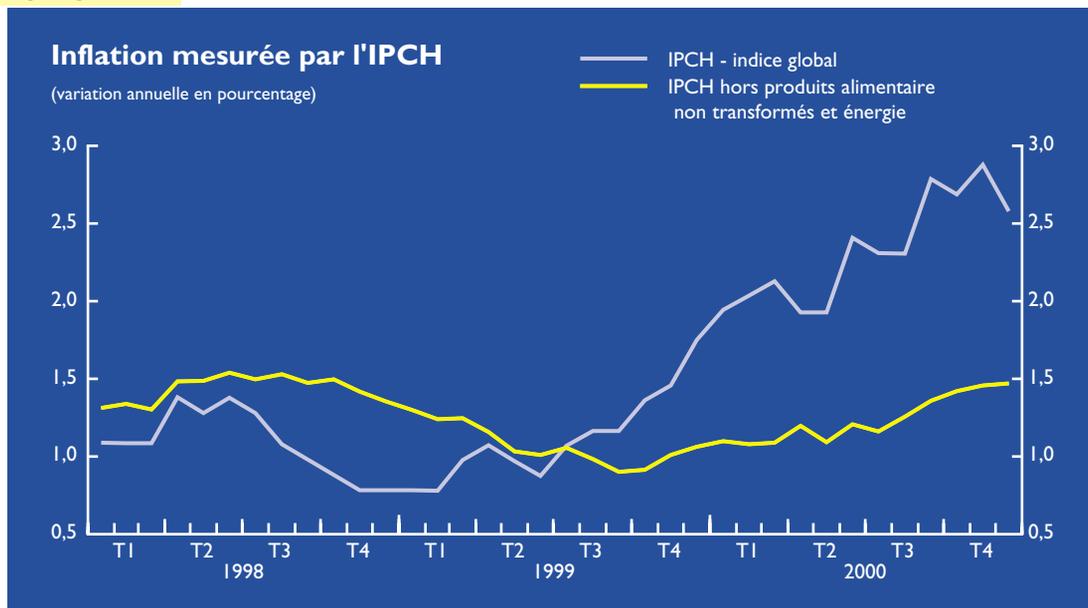
... dont l'objectif était de maintenir à coup sûr les anticipations d'inflation en deçà de 2%

En 1999, les agrégats monétaires et du crédit ont généralement indiqué que les conditions monétaires de la zone euro ne faisaient pas obstacle à une reprise de l'activité économique. La croissance de M3 au début de l'année s'est provisoirement accélérée, avant de s'intensifier dans le courant de l'été pour s'inscrire largement au-dessus de la valeur de référence; la moyenne mobile sur trois mois a progressivement atteint près de 6,0%. Même si l'on tient compte des évolutions exceptionnelles du tout début 1999, on assistait incontestablement à une expansion monétaire prolongée. Dans le même temps, les concours au secteur privé ont continué de progresser à un rythme élevé, de 10% environ.

Le taux de change effectif de l'euro a continué de s'affaiblir durant les mois d'été, tandis que les cours du pétrole poursuivaient leur hausse. Globalement, les informations tirées de l'évolution des agrégats monétaires, des marchés financiers et d'autres indicateurs économiques faisaient état d'une disparition des risques de baisse entourant la stabilité des prix. Ces éléments attestaient clairement que les facteurs à l'origine de la réduction préventive des taux d'intérêt opérée en avril 1999 n'étaient plus d'actualité. C'est la raison pour laquelle, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 4 novembre 1999, de relever les taux d'intérêt directeurs de 50 points de base. Le taux des opérations principales de refinancement a ainsi été porté à 3,0%, tandis que les taux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt passaient à 4,0% et 2,0% respectivement.

Cette inflexion de l'orientation de la politique monétaire a été décidée pour empêcher que la situation de liquidité abondante, attestée par la croissance de la masse monétaire et du crédit, ne se traduise par des tensions sur les prix à moyen terme et pour maintenir à coup sûr les anticipations d'inflation en deçà de 2%. L'ampleur du relèvement était également destinée à écarter toute

Graphique 5.3



Source : Eurostat

incertitude quant à l'orientation à court terme de la politique monétaire, ce qui devait concourir à réduire les primes d'incertitude sur les marchés financiers durant la période du passage à l'an 2000.

Le premier semestre 2000

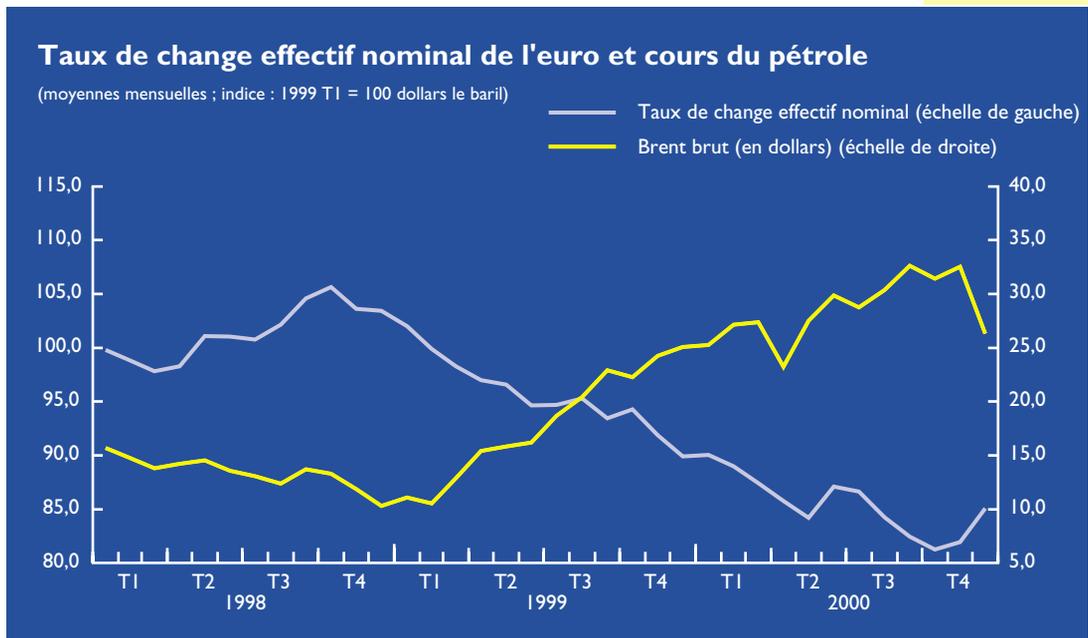
Au premier semestre 2000, les informations découlant des variables étudiées dans le cadre du premier pilier de la stratégie de politique monétaire de la BCE faisaient de plus en plus souvent ressortir des risques de tensions sur la stabilité des prix. La moyenne sur trois mois de la croissance annuelle de M3 au cours du dernier trimestre 1999, connue à fin janvier 2000, s'est établie aux alentours de 6%, soit nettement au-delà de la valeur de référence de 4,5%, et a culminé à 6,5% environ au printemps 2000. Cet écart prolongé à la hausse de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence, alors que l'inflation demeurait très faible, a suscité des inquiétudes dans la mesure où cela impliquait qu'une liquidité abondante avait été progressivement accumulée fin 1999 et durant le premier semestre 2000. En outre, la forte croissance de M3 s'est accompagnée de taux de croissance de M1 supérieurs ou égaux à 10%.

Les informations disponibles au premier semestre 2000 dans le cadre du second pilier de la stratégie de politique monétaire ont également de plus en plus souvent fait état de risques de tensions sur la stabilité des prix. Les données relatives à la croissance du PIB en volume et d'autres indicateurs, parmi lesquels la production industrielle et les enquêtes sur la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, indiquaient que l'activité écono-

La croissance de M3 supérieure à la valeur de référence,...

... le redressement de l'activité,...

Graphique 5.4



Sources: Eurostat et Financial Times

mique s'était accrue à un rythme soutenu au début 2000 et que cette tendance devait se poursuivre (cf. graphique 5.5). L'environnement extérieur a également été favorable à la croissance dans la zone euro. Le redressement des économies de l'Est de l'Asie et d'Amérique latine s'est poursuivi, tandis que l'on n'observait aucun signe de ralentissement aux États-Unis. Ces attentes se sont vérifiées au cours des mois suivants. Les prévisions extérieures relatives à l'activité économique ont été constamment revues à la hausse, étayées par des statistiques et des données d'enquêtes sur l'évolution de l'activité et par l'amélioration continue de l'environnement international.

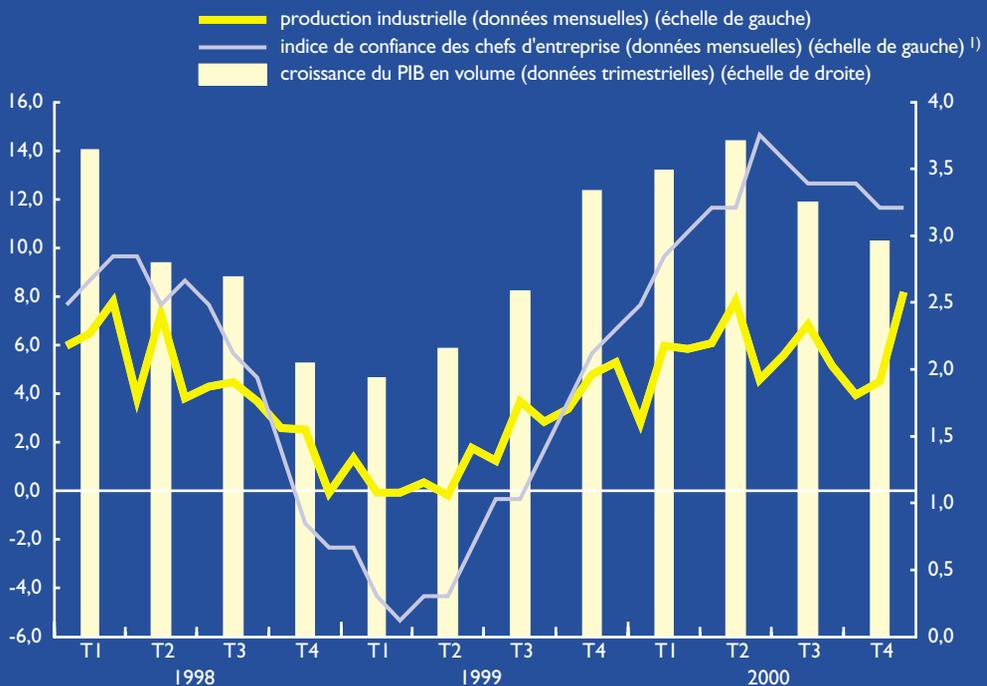
L'évolution des prix à l'importation a engendré un renforcement des tensions sur les prix dans la zone euro. Les cours du pétrole ont subi une hausse pratiquement ininterrompue et le taux de change de l'euro a continué de se déprécier au cours de cette période. Le Conseil des gouverneurs a considéré qu'une telle phase de dépréciation prolongée du taux de change, conjuguée à la hausse substantielle des cours du pétrole, pourrait avoir des conséquences inflationnistes à moyen terme en période de croissance économique vigoureuse, ouvrant la possibilité d'effets de second tour sur les prix à la consommation par le biais d'augmentations salariales. Cette analyse était d'autant plus

... et l'existence de tensions sur les prix à l'importation...

Graphique 5.4

PIB en volume, production industrielle et indice de confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro

(pour la production industrielle et le PIB, variations annuelles en pourcentage ; pour l'indice de confiance des chefs d'entreprise, solde d'opinions en pourcentage)



Sources : Eurostat et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.
 1) Écarts par rapport à la moyenne depuis janvier 1985.

pertinente à ce moment-là, que l'activité économique dans la zone euro enregistrait une forte croissance.

Les indications en provenance des deux piliers de la stratégie démontraient donc très nettement que de nouvelles hausses des taux d'intérêt s'imposaient. Le Conseil des gouverneurs a décidé de relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE les 3 février 2000, 16 mars et 27 avril, de 25 points de base à chaque fois. En outre, le 8 juin 2000, les taux d'intérêt ont été relevés de 50 points de base.

À compter de l'opération effectuée le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement ont été effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux de soumission minimal préalablement annoncé, fixé à l'époque à 4,25 %. Ce passage à des appels d'offres à taux variable constituait une réponse au phénomène de sursoumission qui s'était développé, dans des proportions importantes, dans le cadre de la procédure d'appels d'offres à taux fixe (cf. chapitre 4). La BCE a fait savoir que le taux de soumission minimal remplaçant le taux des appels d'offres à taux fixe serait un taux « directeur », signalant l'orientation de la politique monétaire.

Le second semestre 2000

La situation économique s'est légèrement modifiée dans le courant de l'été 2000, même si les risques de tensions sur la stabilité des prix sont restés très présents. La croissance des agrégats monétaires s'est peu à peu ralentie, particulièrement en ce qui concerne les composantes les plus liquides de M3, en liaison avec le resserrement de la politique monétaire. La progression totale des concours dans la zone euro s'est également ralentie. Ces tendances sont devenues manifestes dans le courant de l'été, lorsque les données relatives à mai 2000 et aux mois suivants ont été publiées. Cependant, le fait que M3 progressait à un rythme supérieur à la valeur de référence restait un sujet de préoccupation.

En ce qui concerne le second pilier, à partir de juin 2000, les cours du pétrole ont fait passer l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro au-delà de 2 %, limite supérieure de la définition de la stabilité des prix à moyen terme. Les prévisions relatives à l'activité économique ont continué d'être révisées à la hausse au troisième trimestre 2000. Les prévisions d'inflation jusqu'en 2002 ont, elles aussi, été revues à la hausse, au moins jusqu'au troisième trimestre.

Durant l'été 2000, le sentiment que les cours du pétrole ne se replieraient pas s'est renforcé. Il est apparu de plus en plus clairement que la hausse des prix à la consommation resterait supérieure à 2 % plus longtemps que prévu, ce qui accroissait le risque d'apparition d'effets de second tour par le biais des salaires. Ces préoccupations ont été accrues par le regain de faiblesse du taux de change de l'euro à partir de la mi-juin.

Comme les risques entourant la stabilité des prix étaient toujours orientés à la hausse, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 31 août, puis de nouveau le 5 octobre, de relever de 25 points de base le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement, le taux de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt. Ces décisions ont porté le taux de soumis-

... ont entraîné plusieurs relèvements des taux d'intérêt

Le passage à une procédure d'appels d'offres à taux variable

La croissance de M3 a commencé à se modérer, tout en demeurant supérieure à la valeur de référence

L'IPCH supérieur à 2% dans la zone

... a accru le risque d'effets de second tour par le biais des salaires

Le Conseil des gouverneurs a décidé de relever une nouvelle fois les taux d'intérêt

sion minimal des opérations principales de refinancement à 4,75 % et les taux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal à 3,75 % et 5,75 %, respectivement.

Au cours de l'été 2000, le taux de change de l'euro s'est déconnecté des solides données fondamentales de la zone euro. Les implications potentielles pour l'économie mondiale étaient manifestes. À l'initiative de la BCE, le G7 a réagi à la dépréciation de l'euro lors de sa réunion du 22 septembre 2000, sous la forme d'une intervention concertée des autorités monétaires des États-Unis, du Japon, du Royaume-Uni et du Canada sur les marchés des changes. La BCE est à nouveau intervenue début novembre pour contrer les menaces que la dépréciation du taux de change de l'euro faisait peser sur la stabilité des prix dans la zone euro.

À la fin 2000, la modération de la croissance de M3 s'est poursuivie, le relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE opéré en novembre 1999 ayant freiné la demande des composantes les plus liquides de M3. Alors que les concours au secteur privé continuaient d'augmenter à un rythme relativement élevé, la progression totale des financements accordés aux résidents de la zone euro a sensiblement reculé entre avril 2000 et octobre. Dans le même temps, la plupart des indicateurs ont conduit à penser que la croissance économique dans la zone euro se poursuivrait à un rythme soutenu, quoique plus lent. Toutefois, l'expansion de l'activité au niveau mondial a montré des signes de modération, ce qui a suscité quelques incertitudes quant aux perspectives de croissance de la zone euro. Dans ce contexte, les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont été maintenus inchangés jusqu'à fin 2000.

5.2 Une première évaluation

Le succès de la politique monétaire de la BCE ne peut être évalué qu'en termes de maintien de la stabilité des prix. La décision d'abaisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE en avril 1999 a été prise pour lutter contre les risques de baisse entourant la stabilité des prix. La décision de relever les taux de 225 points de base entre novembre 1999 et octobre 2000 visait, quant à elle, à contrer les risques de tensions. Dans toutes ses décisions, le Conseil des gouverneurs a démontré la force de son engagement à maintenir la stabilité à moyen terme. Considérant les décalages dans la transmission des décisions de politique aux évolutions des prix, il était trop tôt, au moment où la rédaction de cette publication a été achevée, pour évaluer pleinement l'efficacité des décisions de politique monétaire prises en 1999 et en 2000. Il est toutefois possible de tirer quelques conclusions provisoires.

L'inflation mesurée par l'IPCH est demeurée à des niveaux faibles en 1999. La nette hausse constatée en 2000 s'expliquait, pour une très large part, par une augmentation non prévue des prix à l'importation, essentiellement due aux évolutions des taux de change et des cours du pétrole. Comme indiqué au chapitre 3, de telles fluctuations des prix à court terme sont impossibles à éviter, dans la mesure où l'incidence des décisions de politique monétaire sur l'économie est différée et où la politique monétaire doit être axée sur le moyen terme. C'est la raison pour laquelle il était capital, en 2000, que la politique monétaire empêche tout effet de contagion sur les anticipations

Les interventions sur les marchés des changes

Les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés à la fin 2000

La BCE est intervenue pour contrer les risques entourant la stabilité des prix

Les fluctuations à court terme de l'inflation ont été impossibles à éviter

d'inflation à moyen terme des modifications de l'inflation à court terme découlant de l'évolution des cours du pétrole. Le Conseil des gouverneurs devait faire la preuve de sa détermination à assurer le maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

L'évolution des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro en 1999 et en 2000 a montré que les marchés s'attendaient généralement à ce que les évolutions des prix à moyen terme demeurent conformes à la définition de la stabilité des prix. Les données émanant des marchés obligataires, en particulier, attestaient que les décisions prises par le Conseil des gouverneurs étaient considérées comme compatibles avec l'objectif de stabilité des prix. Les anticipations d'inflation à long terme découlant du rendement de l'OATi française sont demeurées inférieures à 2% en 1999 et en 2000. Les prévisions d'inflation disponibles au cours des deux premières années de la phase III ont fait également état d'anticipations persistantes du maintien de la stabilité des prix dans la zone euro.

Il s'agit là d'indications positives de la capacité de la BCE à affirmer sa crédibilité au cours des deux premières années durant lesquelles elle a conduit la politique monétaire. En dépit des tensions inflationnistes provoquées par des chocs externes de grande ampleur, elles prouvent que la BCE a été à même de convaincre le public et les marchés qu'elle entendait honorer son engagement de maintenir la stabilité des prix à moyen terme.

Des anticipations d'inflation inférieure à 2% à moyen terme...

... attestent de la crédibilité de la BCE

Annexe I

Extraits du Traité instituant la Communauté européenne

Première partie

Les principes

Article 2 (ex-article 2)

La Communauté a pour mission, par l'établissement d'un marché commun, d'une Union économique et monétaire et par la mise en œuvre des politiques ou des actions communes visées aux articles 3 et 4, de promouvoir dans l'ensemble de la Communauté un développement harmonieux, équilibré et durable des activités économiques, un niveau d'emploi et de protection sociale élevé, l'égalité entre les hommes et les femmes, une croissance durable et non inflationniste, un haut degré de compétitivité et de convergence des performances économiques, un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement, le relèvement du niveau et de la qualité de vie, la cohésion économique et sociale et la solidarité entre les États membres.

Article 3 (ex-article 3)

I. Aux fins énoncées à l'article 2, l'action de la Communauté comporte, dans les conditions et selon les rythmes prévus par le présent Traité :

- a) l'interdiction, entre les États membres, des droits de douane et des restrictions quantitatives à l'entrée et à la sortie des marchandises, ainsi que de toutes autres mesures d'effet équivalent ;
- b) une politique commerciale commune ;
- c) un marché intérieur caractérisé par l'abolition, entre les États membres, des obstacles à la libre circulation des marchandises, des personnes, des services et des capitaux ;
- d) des mesures relatives à l'entrée et à la circulation des personnes conformément au titre IV ;
- e) une politique commune dans les domaines de l'agriculture et de la pêche ;
- f) une politique commune dans le domaine des transports ;
- g) un régime assurant que la concurrence n'est pas faussée dans le marché intérieur ;
- h) le rapprochement des législations nationales dans la mesure nécessaire au fonctionnement du marché commun ;
- i) la promotion d'une coordination entre les politiques de l'emploi des États membres en vue de renforcer leur efficacité par l'élaboration d'une stratégie coordonnée pour l'emploi ;

- j) une politique dans le domaine social comprenant un Fonds social européen ;
- k) le renforcement de la cohésion économique et sociale ;
- l) une politique dans le domaine de l'environnement ;
- m) le renforcement de la compétitivité de l'industrie de la Communauté ;
- n) la promotion de la recherche et du développement technologique ;
- o) l'encouragement à l'établissement et au développement de réseaux transeuropéens ;
- p) une contribution à la réalisation d'un niveau élevé de protection de la santé ;
- q) une contribution à une éducation et à une formation de qualité ainsi qu'à l'épanouissement des cultures des États membres ;
- r) une politique dans le domaine de la coopération au développement ;
- s) l'association des pays et territoires d'Outre-mer, en vue d'accroître les échanges et de poursuivre en commun l'effort de développement économique et social ;
- t) une contribution au renforcement de la protection des consommateurs ;
- u) des mesures dans les domaines de l'énergie, de la protection civile et du tourisme.

2. Pour toutes les actions visées au présent article, la Communauté cherche à éliminer les inégalités, et à promouvoir l'égalité, entre les hommes et les femmes.

Article 4 (ex-article 3a)

1. Aux fins énoncées à l'article 2, l'action des États membres et de la Communauté comporte, dans les conditions et selon les rythmes prévus par le présent Traité, l'instauration d'une politique économique fondée sur l'étroite coordination des politiques économiques des États membres, sur le marché intérieur et sur la définition d'objectifs communs, et conduite conformément au respect du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre.

2. Parallèlement, dans les conditions et selon les rythmes et les procédures prévus par le présent Traité, cette action comporte la fixation irrévocable des taux de change conduisant à l'instauration d'une monnaie unique, l'écu, ainsi que la définition et la conduite d'une politique monétaire et d'une politique de change uniques dont l'objectif principal est de maintenir la stabilité des prix et, sans préjudice de cet objectif, de soutenir les politiques économiques générales dans la Communauté, conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre.

3. Cette action des États membres et de la Communauté implique le respect des principes directeurs suivants : prix stables, finances publiques et conditions monétaires saines et balance des paiements stable.

Article 8 (ex-article 4a)

Il est institué, selon les procédures prévues par le présent Traité, un Système européen de banques centrales, ci-après dénommé «SEBC», et une Banque centrale européenne, ci-après dénommée «BCE»; ils agissent dans les limites des pouvoirs qui leur sont conférés par le présent Traité et les statuts du SEBC et de la BCE, ci-après dénommés «statuts du SEBC», qui lui sont annexés.

Troisième partie

Les politiques de la Communauté

Titre VII (ex-titre VI)

La politique économique et monétaire

Chapitre I

La politique économique

Article 98 (ex-article 102a)

Les États membres conduisent leurs politiques économiques en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2, et dans le contexte des grandes orientations visées à l'article 99, paragraphe 2. Les États membres et la Communauté agissent dans le respect du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, favorisant une allocation efficace des ressources, conformément aux principes fixés à l'article 4.

Article 99 (ex-article 103)

1. Les États membres considèrent leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun et les coordonnent au sein du Conseil, conformément à l'article 98.

2. Le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur recommandation de la Commission, élabore un projet pour les grandes orientations des politiques économiques des États membres et de la Communauté et en fait rapport au Conseil européen.

Le Conseil européen, sur la base du rapport du Conseil, débat d'une conclusion sur les grandes orientations des politiques économiques des États membres et de la Communauté.

Sur la base de cette conclusion, le Conseil, statuant à la majorité qualifiée, adopte une recommandation fixant ces grandes orientations. Le Conseil informe le Parlement de sa recommandation.

3. Afin d'assurer une coordination plus étroite des politiques économiques et une convergence soutenue des performances économiques des États membres, le Conseil, sur la base de rapports présentés par la Commission, surveille l'évolution économique dans chacun des États membres et dans la Communauté, ainsi que la conformité des politiques économiques avec les grandes orientations visées au paragraphe 2, et procède régulièrement à une évaluation d'ensemble.

Pour les besoins de cette surveillance multilatérale, les États membres transmettent à la Commission des informations sur les mesures importantes qu'ils ont prises dans le domaine de leur politique économique et toute autre information qu'ils jugent nécessaire.

4. Lorsqu'il est constaté, dans le cadre de la procédure visée au paragraphe 3, que les politiques économiques d'un État membre ne sont pas conformes aux grandes orientations visées au paragraphe 2 ou qu'elles risquent de compromettre le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire, le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur recommandation de la Commission, peut adresser les recommandations nécessaires à l'État membre concerné. Le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission, peut décider de rendre publiques ses recommandations.

Le président du Conseil et la Commission font rapport au Parlement européen sur les résultats de la surveillance multilatérale. Le président du Conseil peut être invité à se présenter devant la commission compétente du Parlement européen si le Conseil a rendu publiques ses recommandations.

5. Le Conseil, statuant conformément à la procédure visée à l'article 252, peut arrêter les modalités de la procédure de surveillance multilatérale visée aux paragraphes 3 et 4 du présent article.

Article 100 (ex-article 103a)

1. Sans préjudice des autres procédures prévues par le présent Traité, le Conseil, statuant à l'unanimité sur proposition de la Commission, peut décider des mesures appropriées à la situation économique, notamment si de graves difficultés surviennent dans l'approvisionnement en certains produits.

2. Lorsqu'un État membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, statuant à l'unanimité sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance financière communautaire à l'État membre concerné. Lorsque les graves difficultés sont causées par des catastrophes naturelles, le Conseil statue à la majorité qualifiée. Le président du Conseil informe le Parlement européen de la décision prise.

Article 101 (ex-article 104)

1. Il est interdit à la BCE et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées «banques centrales nationales», d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions ou organes de la Communauté, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États

membres ; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite.

2. Le paragraphe 1 ne s'applique pas aux établissements publics de crédit qui, dans le cadre de la mise à disposition de liquidités par les banques centrales, bénéficient, de la part des banques centrales nationales et de la BCE, du même traitement que les établissements privés de crédit.

Article 102 (ex-article 104a)

1. Est interdite toute mesure, ne reposant pas sur des considérations d'ordre prudentiel, qui établit un accès privilégié des institutions ou organes communautaires, des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics des États membres aux institutions financières.

2. Avant le 1^{er} janvier 1994, le Conseil, statuant conformément à la procédure visée à l'article 252, précise les définitions en vue de l'application de l'interdiction visée au paragraphe 1.

Article 103 (ex-article 104b)

1. La Communauté ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un État membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique. Un État membre ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un autre État membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique.

2. Le Conseil, statuant conformément à la procédure visée à l'article 252, peut, au besoin, préciser les définitions pour l'application des interdictions visées à l'article 101 et au présent article.

Article 104 (ex-article 104c)

1. Les États membres évitent les déficits publics excessifs.

2. La Commission surveille l'évolution de la situation budgétaire et du montant de la dette publique dans les États membres en vue de déceler les erreurs manifestes. Elle examine notamment si la discipline budgétaire a été respectée, et ce sur la base des deux critères ci-après :

- a) si le rapport entre le déficit public prévu ou effectif et le produit intérieur brut dépasse une valeur de référence, 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 ledit rapport ne reste proche de la valeur de référence ;

- b) si le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut dépasse une valeur de référence, à moins que ce rapport ne diminue suffisamment et ne s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant.

Les valeurs de référence sont précisées dans le protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs, qui est annexé au présent Traité.

3. Si un État membre ne satisfait pas aux exigences de ces critères ou de l'un d'eux, la Commission élabore un rapport. Le rapport de la Commission examine également si le déficit public excède les dépenses publiques d'investissement et tient compte de tous les autres facteurs pertinents, y compris la position économique et budgétaire à moyen terme de l'État membre.

La Commission peut également élaborer un rapport si, en dépit du respect des exigences découlant des critères, elle estime qu'il y a un risque de déficit excessif dans un État membre.

4. Le Comité prévu à l'article 114 rend un avis sur le rapport de la Commission.

5. Si la Commission estime qu'il y a un déficit excessif dans un État membre ou qu'un tel déficit risque de se produire, elle adresse un avis au Conseil.

6. Le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur recommandation de la Commission, et compte tenu des observations éventuelles de l'État membre concerné, décide, après une évaluation globale, s'il y a ou non un déficit excessif.

7. Lorsque le Conseil, conformément au paragraphe 6, décide qu'il y a un déficit excessif, il adresse des recommandations à l'État membre concerné afin que celui-ci mette un terme à cette situation dans un délai donné. Sous réserve des dispositions du paragraphe 8, ces recommandations ne sont pas rendues publiques.

8. Lorsque le Conseil constate qu'aucune action suivie d'effets n'a été prise en réponse à ses recommandations dans le délai prescrit, il peut rendre publiques ses recommandations.

9. Si un État membre persiste à ne pas donner suite aux recommandations du Conseil, celui-ci peut décider de mettre l'État membre concerné en demeure de prendre, dans un délai déterminé, des mesures visant à la réduction du déficit jugée nécessaire par le Conseil pour remédier à la situation.

En pareil cas, le Conseil peut demander à l'État membre concerné de présenter des rapports selon un calendrier précis, afin de pouvoir examiner les efforts d'ajustement consentis par cet État membre.

10. Les droits de recours prévus aux articles 226 et 227 ne peuvent être exercés dans le cadre des paragraphes 1 à 9 du présent article.

11. Aussi longtemps qu'un État membre ne se conforme pas à une décision prise en vertu du paragraphe 9, le Conseil peut décider d'appliquer ou, le cas échéant, d'intensifier une ou plusieurs des mesures suivantes :

- exiger de l'État membre concerné qu'il publie des informations supplémentaires, à préciser par le Conseil, avant d'émettre des obligations et des titres ;
- inviter la Banque européenne d'investissement à revoir sa politique de prêts à l'égard de l'État membre concerné ;
- exiger que l'État membre concerné fasse, auprès de la Communauté, un dépôt ne portant pas intérêt, d'un montant approprié, jusqu'à ce que, de l'avis du Conseil, le déficit excessif ait été corrigé ;
- imposer des amendes d'un montant approprié.

Le président du Conseil informe le Parlement européen des décisions prises.

12. Le Conseil abroge toutes ou certaines de ses décisions visées aux paragraphes 6 à 9 et 11 dans la mesure où, de l'avis du Conseil, le déficit excessif dans l'État membre concerné a été corrigé. Si le Conseil a précédemment rendu publiques ses recommandations, il déclare publiquement, dès l'abrogation de la décision visée au paragraphe 8, qu'il n'y a plus de déficit excessif dans cet État membre.

13. Lorsque le Conseil prend ses décisions visées aux paragraphes 7 à 9, 11 et 12, le Conseil statue sur recommandation de la Commission à une majorité des deux tiers des voix de ses membres, pondérées conformément à l'article 205, paragraphe 2, les voix du représentant de l'État membre concerné étant exclues.

14. Des dispositions complémentaires relatives à la mise en œuvre de la procédure décrite au présent article figurent dans le protocole sur la procédure applicable en cas de déficit excessif, annexé au présent Traité.

Le Conseil, statuant à l'unanimité sur proposition de la Commission et après consultation du Parlement européen et de la BCE, arrête les dispositions appropriées qui remplaceront ledit protocole.

Sous réserve des autres dispositions du présent paragraphe, le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission et après consultation du Parlement européen, fixe, avant le 1^{er} janvier 1994, les modalités et les définitions en vue de l'application des dispositions dudit protocole.

Chapitre 2

La politique monétaire

Article 105 (ex-article 105)

1. L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 4.

2. Les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à :
 - définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la Communauté ;
 - conduire les opérations de change conformément à l'article 111 ;
 - détenir et gérer les réserves officielles de change des États membres ;
 - promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.
3. Le troisième tiret du paragraphe 2 s'applique sans préjudice de la détention et de la gestion, par les gouvernements des États membres, de fonds de roulement en devises.
4. La BCE est consultée :
 - sur tout acte communautaire proposé dans les domaines relevant de sa compétence ;
 - par les autorités nationales, sur tout projet de réglementation dans les domaines relevant de sa compétence, mais dans les limites et selon les conditions fixées par le Conseil conformément à la procédure prévue à l'article 107, paragraphe 6.

La BCE peut, dans les domaines relevant de sa compétence, soumettre des avis aux institutions ou organes communautaires appropriés ou aux autorités nationales.

5. Le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier.
6. Le Conseil, statuant à l'unanimité sur proposition de la Commission, après consultation de la BCE et sur avis conforme du Parlement européen, peut confier à la BCE des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de contrôle prudentiel des établissements de crédit et autres établissements financiers, à l'exception des entreprises d'assurances.

Article 106 (ex-article 105a)

1. La BCE est seule habilitée à autoriser l'émission de billets de banque dans la Communauté. La BCE et les banques centrales nationales peuvent émettre de tels billets. Les billets de banque émis par la BCE et les banques centrales nationales sont les seuls à avoir cours légal dans la Communauté.
2. Les États membres peuvent émettre des pièces, sous réserve de l'approbation, par la BCE, du volume de l'émission. Le Conseil, statuant conformément à la procédure visée à l'article 252 et après consultation de la BCE, peut adopter des mesures pour harmoniser les valeurs unitaires et les spécifications techniques de toutes les pièces destinées à la circulation, dans la mesure où cela est nécessaire pour assurer la bonne circulation de celles-ci dans la Communauté.

Article 107 (ex-article 106)

1. Le SEBC est composé de la BCE et des banques centrales nationales.
2. La BCE est dotée de la personnalité juridique.

3. Le SEBC est dirigé par les organes de décision de la BCE, qui sont le Conseil des gouverneurs et le Directoire.

4. Les statuts du SEBC sont définis dans un protocole annexé au présent Traité.

5. Les articles 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4, 32.6, 33.1(a) et 36 des statuts du SEBC peuvent être modifiés par le Conseil, statuant soit à la majorité qualifiée sur recommandation de la BCE et après consultation de la Commission, soit à l'unanimité sur proposition de la Commission et après consultation de la BCE. Dans les deux cas, l'avis conforme du Parlement européen est requis.

6. Le Conseil, statuant à la majorité qualifiée soit sur proposition de la Commission et après consultation du Parlement européen et de la BCE, soit sur recommandation de la BCE et après consultation du Parlement européen et de la Commission, arrête les dispositions visées aux articles 4, 5.4, 19.2, 20, 28.1, 29.2, 30.4 et 34.3 des statuts du SEBC.

Article 108 (ex-article 107)

Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par le présent Traité et les statuts du SEBC, ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions.

Article 109 (ex-article 108)

Chaque État membre veille à la compatibilité de sa législation nationale, y compris les statuts de sa banque centrale nationale, avec le présent Traité et les statuts du SEBC, et ce au plus tard à la date de la mise en place du SEBC.

Article 110 (ex-article 108a)

I. Pour l'accomplissement des missions qui sont confiées au SEBC, la BCE, conformément au présent Traité et selon les conditions fixées dans les statuts du SEBC :

- arrête des règlements dans la mesure nécessaire à l'accomplissement des missions définies à l'article 3.1, premier tiret, aux articles 19.1, 22 ou 25.2 des statuts du SEBC, ainsi que dans les cas qui sont prévus dans les actes du Conseil visés à l'article 107, paragraphe 6 ;
- prend les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées au SEBC en vertu du présent Traité et des statuts du SEBC ;
- émet des recommandations et des avis.

2. Le règlement a une portée générale. Il est obligatoire dans tous ses éléments et il est directement applicable dans tout État membre.

Les recommandations et les avis ne lient pas.

La décision est obligatoire dans tous ses éléments pour les destinataires qu'elle désigne.

Les articles 253, 254 et 256 sont applicables aux règlements et aux décisions adoptés par la BCE.

La BCE peut décider de publier ses décisions, recommandations et avis.

3. Dans les limites et selon les conditions arrêtées par le Conseil conformément à la procédure prévue à l'article 107, paragraphe 6, la BCE est habilitée à infliger aux entreprises des amendes et des astreintes en cas de non-respect de ses règlements et de ses décisions.

Article 111 (ex-article 109)

1. Par dérogation à l'article 300, le Conseil, statuant à l'unanimité sur recommandation de la BCE ou de la Commission, après consultation de la BCE en vue de parvenir à un consensus compatible avec l'objectif de la stabilité des prix et après consultation du Parlement européen, selon la procédure visée au paragraphe 3 pour les arrangements y mentionnés, peut conclure des accords formels portant sur un système de taux de change pour l'écu, vis-à-vis des monnaies non communautaires. Le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur recommandation de la BCE ou de la Commission et après consultation de la BCE en vue de parvenir à un consensus compatible avec l'objectif de la stabilité des prix, peut adopter, modifier ou abandonner les cours centraux de l'écu dans le système des taux de change. Le président du Conseil informe le Parlement européen de l'adoption, de la modification ou de l'abandon des cours centraux de l'écu.

2. En l'absence d'un système de taux de change vis-à-vis d'une ou de plusieurs monnaies non communautaires au sens du paragraphe 1, le Conseil, statuant à la majorité qualifiée soit sur recommandation de la Commission et après consultation de la BCE, soit sur recommandation de la BCE, peut formuler les orientations générales de politique de change vis-à-vis de ces monnaies. Ces orientations générales n'affectent pas l'objectif principal du SEBC, à savoir le maintien de la stabilité des prix.

3. Par dérogation à l'article 300, au cas où des accords sur des questions se rapportant au régime monétaire ou de change doivent faire l'objet de négociations entre la Communauté et un ou plusieurs États ou organisations internationales, le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur recommandation de la Commission et après consultation de la BCE, décide des arrangements relatifs aux négociations et à la conclusion de ces accords. Ces arrangements doivent assurer que la Communauté exprime une position unique. La Commission est pleinement associée aux négociations.

Les accords conclus au titre du présent paragraphe sont contraignants pour les institutions de la Communauté, la BCE et les États membres.

4. Sous réserve du paragraphe 1, le Conseil, sur proposition de la Commission et après consultation de la BCE, statuant à la majorité qualifiée, décide de la position qu'occupe la Communauté au niveau international en ce qui concerne des questions qui revêtent un intérêt particulier pour l'Union économique et monétaire et, statuant à l'unanimité, décide de sa représentation, dans le respect de la répartition des compétences prévue aux articles 99 et 105.

5. Sans préjudice des compétences et des accords communautaires dans le domaine de l'Union économique et monétaire, les États membres peuvent négocier dans les instances internationales et conclure des accords internationaux.

Chapitre 3

Dispositions institutionnelles

Article 112 (ex-article 109a)

1. Le Conseil des gouverneurs de la BCE se compose des membres du Directoire de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales.

2. a) Le Directoire se compose du président, du vice-président et de quatre autres membres.

b) Le président, le vice-président et les autres membres du Directoire sont nommés d'un commun accord par les gouvernements des États membres au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, sur recommandation du Conseil et après consultation du Parlement européen et du Conseil des gouverneurs de la BCE, parmi des personnes dont l'autorité et l'expérience professionnelle dans le domaine monétaire ou bancaire sont reconnues.

Leur mandat a une durée de huit ans et n'est pas renouvelable.

Seuls les ressortissants des États membres peuvent être membres du Directoire.

Article 113 (ex-article 109b)

1. Le président du Conseil et un membre de la Commission peuvent participer sans voix délibérative aux réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Le président du Conseil peut soumettre une motion à la délibération du Conseil des gouverneurs de la BCE.

2. Le président de la BCE est invité à participer aux réunions du Conseil lorsque celui-ci délibère sur des questions relatives aux objectifs et aux missions du SEBC.

3. La BCE adresse un rapport annuel sur les activités du SEBC et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours au Parlement européen, au Conseil et à la Commission, ainsi qu'au Conseil européen. Le président de la BCE présente ce rapport au Conseil et au Parlement européen, qui peut tenir un débat général sur cette base.

Le président de la BCE et les autres membres du Directoire peuvent, à la demande du Parlement européen ou de leur propre initiative, être entendus par les commissions compétentes du Parlement européen.

Article 114 (ex-article 109c)

1. En vue de promouvoir la coordination des politiques des États membres dans toute la mesure nécessaire au fonctionnement du marché intérieur, il est institué un Comité monétaire de caractère consultatif.

Ce Comité a pour mission :

- de suivre la situation monétaire et financière des États membres et de la Communauté, ainsi que le régime général des paiements des États membres, et de faire rapport régulièrement au Conseil et à la Commission à ce sujet ;
- de formuler des avis, soit à la requête du Conseil ou de la Commission, soit de sa propre initiative, à l'intention de ces institutions ;
- sans préjudice de l'article 207, de contribuer à la préparation des travaux du Conseil visés aux articles 59 et 60, à l'article 99, paragraphes 2, 3, 4 et 5, aux articles 100, 102, 103, 104, à l'article 116, paragraphe 2, à l'article 117, paragraphe 6, aux articles 119 et 120, à l'article 121, paragraphe 2, et à l'article 122, paragraphe 1 ;
- de procéder, au moins une fois par an, à l'examen de la situation en matière de mouvements de capitaux et de liberté des paiements, tels qu'ils résultent de l'application du présent Traité et des mesures prises par le Conseil ; cet examen porte sur toutes les mesures relatives aux mouvements de capitaux et aux paiements ; le Comité fait rapport à la Commission et au Conseil sur les résultats de cet examen.

Les États membres et la Commission nomment, chacun en ce qui le concerne, deux membres du Comité monétaire.

2. Au début de la troisième phase, il est institué un Comité économique et financier. Le Comité monétaire prévu au paragraphe 1 est dissout.

Le Comité économique et financier a pour mission :

- de formuler des avis, soit à la requête du Conseil ou de la Commission, soit de sa propre initiative, à l'intention de ces institutions ;
- de suivre la situation économique et financière des États membres et de la Communauté et de faire rapport régulièrement au Conseil et à la Commission à ce sujet, notamment sur les relations financières avec des pays tiers et des institutions internationales ;
- sans préjudice de l'article 207, de contribuer à la préparation des travaux du Conseil visés aux articles 59 et 60, à l'article 99, paragraphes 2, 3, 4 et 5, aux articles 100, 102, 103 et 104, à l'article 105, paragraphe 6, à l'article 106, paragraphe 2, à l'article 107, paragraphes 5 et 6, aux articles 111 et 119, à l'article 120, paragraphes 2 et 3, à l'article 122, paragraphe 2, et à l'article 123, paragraphes 4 et 5, et d'exécuter les autres missions consultatives et préparatoires qui lui sont confiées par le Conseil ;

- de procéder, au moins une fois par an, à l'examen de la situation en matière de mouvements des capitaux et de liberté des paiements, tels qu'ils résultent de l'application du Traité et des mesures prises par le Conseil; cet examen porte sur toutes les mesures relatives aux mouvements de capitaux et aux paiements; le Comité fait rapport à la Commission et au Conseil sur les résultats de cet examen.

Les États membres, la Commission et la BCE nomment chacun au maximum deux membres du Comité.

3. Le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission et après consultation de la BCE et du Comité visé au présent article, arrête les modalités relatives à la composition du Comité économique et financier. Le président du Conseil informe le Parlement européen de cette décision.

4. Outre les missions fixées au paragraphe 2, si et tant que des États membres bénéficient d'une dérogation au titre des articles 122 et 123, le Comité suit la situation monétaire et financière ainsi que le régime général des paiements de ces États membres et fait rapport régulièrement au Conseil et à la Commission à ce sujet.

Article 115 (ex-article 109d)

Pour les questions relevant du champ d'application de l'article 99, paragraphe 4, de l'article 104 à l'exception du paragraphe 14, des articles 111, 121, 122 et de l'article 123, paragraphes 4 et 5, le Conseil ou un État membre peut demander à la Commission de formuler, selon le cas, une recommandation ou une proposition. La Commission examine cette demande et présente ses conclusions au Conseil sans délai.

Chapitre 4

Dispositions transitoires

Article 119 (ex-article 109h)

1. En cas de difficultés ou de menace grave de difficultés dans la balance des paiements d'un État membre, provenant soit d'un déséquilibre global de la balance, soit de la nature des devises dont il dispose, et susceptibles notamment de compromettre le fonctionnement du marché commun ou la réalisation progressive de la politique commerciale commune, la Commission procède sans délai à un examen de la situation de cet État, ainsi que de l'action qu'il a entreprise ou qu'il peut entreprendre conformément aux dispositions du présent Traité, en faisant appel à tous les moyens dont il dispose. La Commission indique les mesures dont elle recommande l'adoption par l'État intéressé.

Si l'action entreprise par un État membre et les mesures suggérées par la Commission ne paraissent pas suffisantes pour aplanir les difficultés ou menaces de difficultés rencontrées, la Commission recommande au Conseil, après

consultation du Comité visé à l'article 114, le concours mutuel et les méthodes appropriées.

La Commission tient le Conseil régulièrement informé de l'état de la situation et de son évolution.

2. Le Conseil, statuant à la majorité qualifiée, accorde le concours mutuel ; il arrête les directives ou décisions fixant ses conditions et modalités. Le concours mutuel peut prendre notamment la forme :

- a) d'une action concertée auprès d'autres organisations internationales, auxquelles les États membres peuvent avoir recours ;
- b) de mesures nécessaires pour éviter des détournements de trafic lorsque le pays en difficulté maintient ou rétablit des restrictions quantitatives à l'égard des pays tiers ;
- c) d'octroi de crédits limités de la part d'autres États membres, sous réserve de leur accord.

3. Si le concours mutuel recommandé par la Commission n'a pas été accordé par le Conseil ou si le concours mutuel accordé et les mesures prises sont insuffisants, la Commission autorise l'État en difficulté à prendre les mesures de sauvegarde dont elle définit les conditions et modalités.

Cette autorisation peut être révoquée et ces conditions et modalités modifiées par le Conseil statuant à la majorité qualifiée.

4. Sous réserve de l'article 122, paragraphe 6, le présent article n'est plus applicable à partir du début de la troisième phase.

Article 120 (ex-article 109i)

1. En cas de crise soudaine dans la balance des paiements et si une décision au sens de l'article 119, paragraphe 2, n'intervient pas immédiatement, l'État membre intéressé peut prendre, à titre conservatoire, les mesures de sauvegarde nécessaires. Ces mesures doivent apporter le minimum de perturbations dans le fonctionnement du Marché commun et ne pas excéder la portée strictement indispensable pour remédier aux difficultés soudaines qui se sont manifestées.

2. La Commission et les autres États membres doivent être informés de ces mesures de sauvegarde au plus tard au moment où elles entrent en vigueur. La Commission peut recommander au Conseil le concours mutuel conformément à l'article 119.

3. Sur l'avis de la Commission et après consultation du Comité visé à l'article 114, le Conseil, statuant à la majorité qualifiée, peut décider que l'État intéressé doit modifier, suspendre ou supprimer les mesures de sauvegarde susvisées.

4. Sous réserve de l'article 122, paragraphe 6, le présent article n'est plus applicable à partir du début de la troisième phase.

Article 121 (ex-article 109j)

1. La Commission et l'IME font rapport au Conseil sur les progrès faits par les États membres dans l'accomplissement de leurs obligations pour la réalisation de l'Union économique et monétaire. Ces rapports examinent notamment si la législation nationale de chaque État membre, y compris les statuts de sa banque centrale nationale, est compatible avec les articles 108 et 109 du présent Traité et avec les statuts du SEBC. Les rapports examinent également si un degré élevé de convergence durable a été réalisé, en analysant dans quelle mesure chaque État membre a satisfait aux critères suivants :

- la réalisation d'un degré élevé de stabilité des prix ; cela ressortira d'un taux d'inflation proche de celui des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix ;
- le caractère soutenable de la situation des finances publiques ; cela ressortira d'une situation budgétaire qui n'accuse pas de déficit public excessif au sens de l'article 104, paragraphe 6 ;
- 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 État membre ;
- le caractère durable de la convergence atteinte par l'État 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.

Les quatre critères visés au présent paragraphe et les périodes pertinentes durant lesquelles chacun doit être respecté sont précisés dans un protocole annexé au présent Traité. Les rapports de la Commission et de l'IME tiennent également compte 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 l'évolution des coûts salariaux unitaires et d'autres indices de prix.

2. Sur la base de ces rapports, le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur recommandation de la Commission, évalue :

- pour chaque État membre, s'il remplit les conditions nécessaires pour l'adoption d'une monnaie unique,
- si une majorité des États membres remplit les conditions nécessaires pour l'adoption d'une monnaie unique,

et transmet, sous forme de recommandations, ses conclusions au Conseil réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement. Le Parlement européen est consulté et transmet son avis au Conseil réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement.

3. Prenant dûment en considération les rapports visés au paragraphe 1 et l'avis du Parlement européen visé au paragraphe 2, le Conseil, réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, statuant à la majorité qualifiée, au plus tard le 31 décembre 1996 :

- décide, sur la base des recommandations du Conseil visées au paragraphe 2, si une majorité des États membres remplit les conditions nécessaires pour l'adoption d'une monnaie unique,
- décide s'il convient que la Communauté entre dans la troisième phase, et, dans l'affirmative,
- fixe la date d'entrée en vigueur de la troisième phase.

4. Si, à la fin de 1997, la date du début de la troisième phase n'a pas été fixée, la troisième phase commence le 1^{er} janvier 1999. Avant le 1^{er} juillet 1998, le Conseil, réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, après répétition de la procédure visée aux paragraphes 1 et 2, à l'exception du deuxième tiret du paragraphe 2, compte tenu des rapports visés au paragraphe 1 et de l'avis du Parlement européen, confirme, à la majorité qualifiée et sur la base des recommandations du Conseil visées au paragraphe 2, quels sont les États membres qui remplissent les conditions nécessaires pour l'adoption d'une monnaie unique.

Article 122 (ex-article 109k)

1. Si, conformément à l'article 121, paragraphe 3, la décision de fixer la date a été prise, le Conseil, sur la base de ses recommandations visées à l'article 112, paragraphe 2, statuant à la majorité qualifiée sur recommandation de la Commission, décide si des États membres font l'objet d'une dérogation telle que définie au paragraphe 3 du présent article et, dans l'affirmative, lesquels. Ces États membres sont ci-après dénommés « États membres faisant l'objet d'une dérogation ».

Si le Conseil a confirmé, sur la base de l'article 121, paragraphe 4, quels sont les États membres qui remplissent les conditions nécessaires pour l'adoption d'une monnaie unique, les États membres qui ne remplissent pas ces conditions font l'objet d'une dérogation telle que définie au paragraphe 3 du présent article. Ces États membres sont ci-après dénommés « États membres faisant l'objet d'une dérogation ».

2. Tous les deux ans au moins, ou à la demande d'un État membre faisant l'objet d'une dérogation, la Commission et la BCE font rapport au Conseil conformément à la procédure prévue à l'article 121, paragraphe 1. Après consultation du Parlement européen et discussion au sein du Conseil réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission, décide quels États membres faisant l'objet d'une dérogation remplissent les conditions nécessaires sur la base des critères fixés à l'article 121, paragraphe 1, et met fin aux dérogations des États membres concernés.

3. Une dérogation au sens du paragraphe 1 implique que les articles ci-après ne s'appliquent pas à l'État membre concerné: article 104, paragraphes 9 et 11, article 105, paragraphes 1, 2, 3 et 5, articles 106, 110 et 111 et article 112, paragraphe 2, point b). L'exclusion de cet État membre et de sa banque centrale nationale des droits et obligations dans le cadre du SEBC est prévue au chapitre IX des statuts du SEBC.

4. À l'article 105, paragraphes 1, 2 et 3, aux articles 106, 110 et 111 et à l'article 112, paragraphe 2, point b), on entend par « États membres » les États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation.

5. Les droits de vote des États membres faisant l'objet d'une dérogation sont suspendus pour les décisions du Conseil visées aux articles du présent Traité mentionnés au paragraphe 3. Dans ce cas, par dérogation à l'article 205 et à l'article 250, paragraphe 1, on entend par majorité qualifiée les deux tiers des voix des représentants des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation, pondérées conformément à l'article 205, paragraphe 2, et l'unanimité de ces États membres est requise pour tout acte requérant l'unanimité.

6. Les articles 119 et 120 continuent de s'appliquer à l'État membre faisant l'objet d'une dérogation.

Article 123 (ex-article 109)

1. Immédiatement après qu'a été prise, conformément à l'article 121, paragraphe 3, la décision fixant la date à laquelle commence la troisième phase ou, le cas échéant, immédiatement après le 1^{er} juillet 1998 :

- le Conseil adopte les dispositions visées à l'article 107, paragraphe 6 ;
- les gouvernements des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation nomment, conformément à la procédure définie à l'article 50 des statuts du SEBC, le président, le vice-président et les autres membres du Directoire de la BCE. S'il y a des États membres faisant l'objet d'une dérogation, le nombre des membres composant le Directoire de la BCE peut être inférieur à celui prévu à l'article 11.1 des statuts du SEBC, mais il ne peut en aucun cas être inférieur à quatre.

Dès que le Directoire est nommé, le SEBC et la BCE sont institués et ils se préparent à entrer pleinement en fonction comme décrit dans le présent Traité et dans les statuts du SEBC. Ils exercent pleinement leurs compétences à compter du premier jour de la troisième phase.

2. Dès qu'elle est instituée, la BCE reprend, au besoin, les tâches de l'IME. L'IME est liquidé dès qu'est instituée la BCE ; les modalités de liquidation sont prévues dans les statuts de l'IME.

3. Si et tant qu'il existe des États membres faisant l'objet d'une dérogation, et sans préjudice de l'article 107, paragraphe 3, du présent Traité, le Conseil général de la BCE visé à l'article 45 des statuts du SEBC est constitué comme troisième organe de décision de la BCE.

4. Le jour de l'entrée en vigueur de la troisième phase, le Conseil, statuant à l'unanimité des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation, sur proposition de la Commission et après consultation de la BCE, arrête les taux de conversion auxquels leurs monnaies sont irrévocablement fixées et le taux irrévocablement fixé auquel l'écu remplace ces monnaies, et l'écu sera une monnaie à part entière. Cette mesure ne modifie pas, en soi, la valeur externe de l'écu. Selon la même procédure, le Conseil prend également les autres mesures nécessaires à l'introduction rapide de l'écu en tant que monnaie unique de ces États membres.

5. S'il est décidé, conformément à la procédure prévue à l'article 122, paragraphe 2, d'abroger une dérogation, le Conseil, statuant à l'unanimité des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation et de l'État membre concerné, sur proposition de la Commission et après consultation de la BCE, fixe le taux auquel l'écu remplace la monnaie de l'État membre concerné et décide les autres mesures nécessaires à l'introduction de l'écu en tant que monnaie unique dans l'État membre concerné.

Article 124 (ex-article 109m)

1. Jusqu'au début de la troisième phase, chaque État membre traite sa politique de change comme un problème d'intérêt commun. Les États membres tiennent compte, ce faisant, des expériences acquises grâce à la coopération dans le cadre du Système monétaire européen (SME) et grâce au développement de l'écu, dans le respect des compétences existantes.

2. À partir du début de la troisième phase et aussi longtemps qu'un État membre fait l'objet d'une dérogation, le paragraphe 1 s'applique par analogie à la politique de change de cet État membre.

Annexe 2

Protocole sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne

Les hautes parties contractantes,

Désireuses de fixer les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne visés à l'article 8 du Traité instituant la Communauté européenne,

sont convenues des dispositions ci-après, qui sont annexées au Traité instituant la Communauté européenne.

Chapitre I

Constitution du SEBC

Article 1

Le Système européen de banques centrales

1.1. Le Système européen de banques centrales (SEBC) et la Banque centrale européenne (BCE) sont institués en vertu de l'article 8 du Traité; ils remplissent leurs fonctions et exercent leurs activités conformément aux dispositions du Traité et des présents Statuts.

1.2. Conformément à l'article 107, paragraphe 1, du Traité, le SEBC est composé de la Banque centrale européenne et des banques centrales des États membres (banques centrales nationales). L'Institut monétaire luxembourgeois est la banque centrale du Luxembourg.

Chapitre II

Objectifs et missions du SEBC

Article 2

Objectifs

Conformément à l'article 105, paragraphe 1, du Traité, l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2 du Traité. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 4 du Traité.

Article 3

Missions

3.1. Conformément à l'article 105, paragraphe 2, du Traité, les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à :

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la Communauté ;
- conduire les opérations de change conformément à l'article 111 du Traité ;
- détenir et gérer les réserves officielles de change des États membres ;
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

3.2. Conformément à l'article 105, paragraphe 3, du Traité, le troisième tiret de l'article 3.1 s'applique sans préjudice de la détention et de la gestion, par les gouvernements des États membres, de fonds de roulement en devises.

3.3. Conformément à l'article 105, paragraphe 5, du Traité, le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier.

Article 4

Fonctions consultatives

Conformément à l'article 105, paragraphe 4, du Traité :

a) la BCE est consultée :

- sur tout acte communautaire proposé dans les domaines relevant de sa compétence ;
- par les autorités nationales sur tout projet de réglementation dans les domaines relevant de sa compétence, mais dans les limites et selon les conditions fixées par le Conseil conformément à la procédure prévue à l'article 42 ;

b) la BCE peut, dans les domaines relevant de sa compétence, soumettre des avis aux institutions ou organes communautaires appropriés ou aux autorités nationales.

Article 5

Collecte d'informations statistiques

5.1. Afin d'assurer les missions du SEBC, la BCE, assistée par les banques centrales nationales, collecte les informations statistiques nécessaires, soit auprès des autorités nationales compétentes, soit directement auprès des agents économiques. À ces fins, elle coopère avec les institutions ou organes communautaires et avec les autorités compétentes des États membres ou des pays tiers et avec les organisations internationales.

5.2. Les banques centrales nationales exécutent, dans la mesure du possible, les missions décrites à l'article 5.1.

5.3. La BCE est chargée de promouvoir l'harmonisation, en tant que de besoin, des règles et pratiques régissant la collecte, l'établissement et la diffusion des statistiques dans les domaines relevant de sa compétence.

5.4. Le Conseil définit, selon la procédure prévue à l'article 42, les personnes physiques et morales soumises aux obligations de déclaration, le régime de confidentialité et les dispositions adéquates d'exécution et de sanction.

Article 6

Coopération internationale

6.1. Dans le domaine de la coopération internationale concernant les missions confiées au SEBC, la BCE décide la manière dont le SEBC est représenté.

6.2. La BCE et, sous réserve de son accord, les banques centrales nationales sont habilitées à participer aux institutions monétaires internationales.

6.3. Les articles 6.1 et 6.2 s'appliquent sans préjudice de l'article III, paragraphe 4, du Traité.

Chapitre III

Organisation du SEBC

Article 7

Indépendance

Conformément à l'article 108 du Traité, dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par le Traité et par les présents Statuts, ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions.

Article 8

Principe général

Le SEBC est dirigé par les organes de décision de la BCE.

Article 9

La Banque centrale européenne

9.1. La BCE, qui, en vertu de l'article 107, paragraphe 2, du Traité, est dotée de la personnalité juridique, jouit, dans chacun des États membres, de la capacité juridique la plus large reconnue aux personnes morales par la législation nationale ; la BCE peut notamment acquérir ou aliéner des biens mobiliers et immobiliers et ester en justice.

9.2. La BCE veille à ce que les missions conférées au SEBC en vertu de l'article 105, paragraphes 2, 3 et 5, du Traité soient exécutées par ses propres activités, conformément aux présents Statuts, ou par les banques centrales nationales, conformément aux articles 12.1 et 14.

9.3. Conformément à l'article 107, paragraphe 3, du Traité, les organes de décision de la BCE sont le Conseil des gouverneurs et le Directoire.

Article 10

Le Conseil des gouverneurs

10.1. Conformément à l'article 112, paragraphe 1, du Traité, le Conseil des gouverneurs se compose des membres du Directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales.

10.2. Sous réserve de l'article 10.3, seuls les membres du Conseil des gouverneurs présents aux séances ont le droit de vote. Par dérogation à cette règle, le règlement intérieur visé à l'article 12.3 peut prévoir que des membres du Conseil des gouverneurs peuvent voter par téléconférence. Ce règlement peut également prévoir qu'un membre du Conseil des gouverneurs empêché de voter pendant une période prolongée peut désigner un suppléant pour le remplacer en tant que membre du Conseil des gouverneurs.

Sous réserve des articles 10.3 et 11.3, chaque membre du Conseil des gouverneurs dispose d'une voix. Sauf disposition contraire figurant dans les présents Statuts, les décisions du Conseil des gouverneurs sont prises à la majorité simple. En cas de partage des voix, celle du président est prépondérante.

Pour que le Conseil des gouverneurs puisse voter, le quorum fixé est de deux tiers des membres. Si le quorum n'est pas atteint, le président peut convoquer une réunion extraordinaire au cours de laquelle les décisions peuvent être prises sans ce quorum.

10.3. Pour toutes les décisions devant être prises en vertu des articles 28, 29, 30, 32, 33 et 51, les suffrages des membres du Conseil des gouverneurs sont pondérés conformément à la répartition du capital souscrit de la BCE entre les banques centrales nationales. La pondération des suffrages des membres du Directoire est égale à zéro. Une décision requérant la majorité qualifiée est adoptée si les suffrages exprimant un vote favorable représentent au moins deux tiers du capital souscrit de la BCE et au moins la moitié des actionnaires. Si un gouverneur ne peut être présent, il peut désigner un suppléant pour exercer son vote pondéré.

10.4. Les réunions sont confidentielles. Le Conseil des gouverneurs peut décider de rendre public le résultat de ses délibérations.

10.5. Le Conseil des gouverneurs se réunit au moins dix fois par an.

Article 11

Le Directoire

11.1. Conformément à l'article 112, paragraphe 2, point a), du Traité, le Directoire se compose du président, du vice-président et de quatre autres membres.

Les membres assurent leurs fonctions à temps plein. Aucun membre ne peut exercer une profession, rémunérée ou non, à moins qu'une dérogation ne lui ait été accordée à titre exceptionnel par le Conseil des gouverneurs.

11.2. Conformément à l'article 112, paragraphe 2, point b), du Traité, le président, le vice-président et les autres membres du Directoire sont nommés d'un commun accord par les gouvernements des États membres au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, sur recommandation du Conseil et après consultation du Parlement européen et du Conseil des gouverneurs, parmi des personnes dont l'autorité et l'expérience professionnelle dans le domaine monétaire ou bancaire sont reconnues.

Leur mandat a une durée de huit ans et n'est pas renouvelable.

Seuls les ressortissants des États membres peuvent être membres du Directoire.

11.3. Les conditions d'emploi des membres du Directoire, en particulier leurs émoluments, pensions et autres avantages de sécurité sociale, font l'objet de contrats conclus avec la BCE et sont fixées par le Conseil des gouverneurs sur proposition d'un comité comprenant trois membres nommés par le Conseil des gouverneurs et trois membres nommés par le Conseil. Les membres du Directoire ne disposent pas du droit de vote sur les questions régies par le présent paragraphe.

11.4. Si un membre du Directoire ne remplit plus les conditions nécessaires à l'exercice de ses fonctions ou s'il a commis une faute grave, la Cour de justice peut, à la requête du Conseil des gouverneurs ou du Directoire, le démettre d'office de ses fonctions.

11.5. Chaque membre du Directoire présent aux séances a le droit de vote et dispose à cet effet d'une voix. Sauf disposition contraire, les décisions du Directoire sont prises à la majorité simple des suffrages exprimés. En cas de partage des voix, celle du président est prépondérante. Les modalités de vote sont précisées dans le règlement intérieur visé à l'article 12.3.

11.6. Le Directoire est responsable de la gestion courante de la BCE.

11.7. Il est pourvu à toute vacance au sein du Directoire par la nomination d'un nouveau membre, conformément à l'article 11.2.

Article 12

Responsabilités des organes de décision

12.1. Le Conseil des gouverneurs arrête les orientations et prend les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées au SEBC par le Traité et les présents Statuts. Le Conseil des gouverneurs définit la politique monétaire de la Communauté, y compris, le cas échéant, les décisions concernant les objectifs monétaires intermédiaires, les taux directeurs et l'approvisionnement en réserves dans le SEBC, et arrête les orientations nécessaires à leur exécution.

Le Directoire met en œuvre la politique monétaire conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs. Dans ce cadre, le Directoire donne les instructions nécessaires aux banques centrales nationales. En outre, le Directoire peut recevoir délégation de certains pouvoirs par décision du Conseil des gouverneurs.

Dans la mesure jugée possible et adéquate et sans préjudice du présent article, la BCE recourt aux banques centrales nationales pour l'exécution des opérations faisant partie des missions du SEBC.

12.2. Le Directoire est responsable de la préparation des réunions du Conseil des gouverneurs.

12.3. Le Conseil des gouverneurs adopte un règlement intérieur déterminant l'organisation interne de la BCE et de ses organes de décision.

12.4. Les fonctions consultatives visées à l'article 4 sont exercées par le Conseil des gouverneurs.

12.5. Le Conseil des gouverneurs prend les décisions visées à l'article 6.

Article 13

Le président

13.1. Le président ou, en son absence, le vice-président préside le Conseil des gouverneurs et le Directoire de la BCE.

13.2. Sans préjudice de l'article 39, le président ou la personne qu'il désigne à cet effet représente la BCE à l'extérieur.

Article 14

Les banques centrales nationales

14.1. Conformément à l'article 109 du Traité, chaque État membre veille à la compatibilité de sa législation nationale, y compris les statuts de sa banque centrale nationale, avec le Traité et les présents Statuts, et ce au plus tard à la date de la mise en place du SEBC.

14.2. Les statuts des banques centrales nationales prévoient en particulier que la durée du mandat du gouverneur d'une banque centrale nationale n'est pas inférieure à cinq ans.

Un gouverneur ne peut être relevé de ses fonctions que s'il ne remplit plus les conditions nécessaires à l'exercice de ses fonctions ou s'il a commis une faute grave. Un recours contre la décision prise à cet effet peut être introduit auprès de la Cour de justice par le gouverneur concerné ou le Conseil des gouverneurs pour violation du Traité ou de toute règle de droit relative à son application. Ces recours doivent être formés dans un délai de deux mois à compter, suivant le cas, de la publication de l'acte, de sa notification au requérant ou, à défaut, du jour où celui-ci en a eu connaissance.

14.3. Les banques centrales nationales font partie intégrante du SEBC et agissent conformément aux orientations et aux instructions de la BCE. Le Conseil des gouverneurs prend les mesures nécessaires pour assurer le respect des orientations et des instructions de la BCE, et exige que toutes les informations nécessaires lui soient fournies.

14.4. Les banques centrales nationales peuvent exercer d'autres fonctions que celles qui sont spécifiées dans les présents Statuts, à moins que le Conseil des gouverneurs ne décide, à la majorité des deux tiers des suffrages exprimés, que ces fonctions interfèrent avec les objectifs et les missions du SEBC. Ces fonctions, que les banques centrales nationales exercent sous leur propre responsabilité et à leurs propres risques, ne sont pas considérées comme faisant partie des fonctions du SEBC.

Article 15

Obligation de présenter des rapports

15.1. La BCE établit et publie des rapports sur les activités du SEBC au moins chaque trimestre.

15.2. Une situation financière consolidée du SEBC est publiée chaque semaine.

15.3. Conformément à l'article 113, paragraphe 3, du Traité, la BCE adresse au Parlement européen, au Conseil et à la Commission, ainsi qu'au Conseil européen, un rapport annuel sur les activités du SEBC et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours.

15.4. Les rapports et situations visés au présent article sont mis gratuitement à la disposition des personnes intéressées.

Article 16

Billets

Conformément à l'article 106, paragraphe 1, du Traité, le Conseil des gouverneurs est seul habilité à autoriser l'émission de billets de banque dans la Communauté. La BCE et les banques centrales nationales peuvent émettre de tels billets. Les billets de banque émis par la BCE et les banques centrales nationales sont les seuls à avoir cours légal dans la Communauté.

La BCE respecte autant que possible les pratiques existantes en ce qui concerne l'émission et la présentation des billets de banque.

Fonctions monétaires et opérations assurées par le SEBC

Article 17

Comptes auprès de la BCE et des banques centrales nationales

Afin d'effectuer leurs opérations, la BCE et les banques centrales nationales peuvent ouvrir des comptes aux établissements de crédit, aux organismes publics et aux autres intervenants du marché et accepter des actifs, y compris des titres en compte courant, comme garantie.

Article 18

Opérations d'open market et de crédit

18.1. Afin d'atteindre les objectifs du SEBC et d'accomplir ses missions, la BCE et les banques centrales nationales peuvent :

- intervenir sur les marchés de capitaux, soit en achetant et en vendant ferme (au comptant et à terme), soit en prenant et en mettant en pension, soit en prêtant ou en empruntant des créances et des titres négociables, libellés en monnaies communautaires ou non communautaires, ainsi que des métaux précieux ;
- effectuer des opérations de crédit avec des établissements de crédit et d'autres intervenants du marché sur la base d'une sûreté appropriée pour les prêts.

18.2. La BCE définit les principes généraux des opérations d'*open market* et de crédit effectuées par elle-même ou par les banques centrales nationales, y compris de l'annonce des conditions dans lesquelles celles-ci sont disposées à pratiquer ces opérations.

Article 19

Réserves obligatoires

19.1. Sous réserve de l'article 2, la BCE est habilitée à imposer aux établissements de crédit établis dans les États membres la constitution de réserves obligatoires auprès de la BCE et des banques centrales nationales, conformément aux objectifs en matière de politique monétaire. Les modalités de calcul et la détermination du montant exigé peuvent être fixées par le Conseil des gouverneurs. Tout manquement constaté à cet égard met la BCE en droit de percevoir des intérêts à titre de pénalité et d'infliger d'autres sanctions ayant un effet analogue.

19.2. Aux fins de l'application du présent article, le Conseil définit, conformément à la procédure prévue à l'article 42, la base des réserves obligatoires et les rapports *maxima* autorisés entre ces réserves et leur base, ainsi que les sanctions appropriées en cas de non-respect.

Article 20

Autres instruments de contrôle monétaire

Le Conseil des gouverneurs peut décider, à la majorité des deux tiers des suffrages exprimés, de recourir aux autres méthodes opérationnelles de contrôle monétaire qu'il jugera opportunes, sous réserve de l'article 2.

Si ces méthodes entraînent des obligations pour des tiers, le Conseil en définit la portée conformément à la procédure prévue à l'article 42.

Article 21

Opérations avec les organismes publics

21.1. Conformément à l'article 101 du Traité, il est interdit à la BCE et aux banques centrales nationales d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions ou organes de la Communauté, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite.

21.2. La BCE et les banques centrales nationales peuvent agir en qualité d'agents fiscaux pour le compte des entités visées à l'article 21.1.

21.3. Le présent article ne s'applique pas aux établissements publics de crédit qui, dans le cadre de la mise à disposition de liquidités par les banques centrales, bénéficient, de la part des banques centrales nationales et de la BCE, du même traitement que les établissements privés de crédit.

Article 22

Systèmes de compensation et de paiement

La BCE et les banques centrales nationales peuvent accorder des facilités, et la BCE peut arrêter des règlements, en vue d'assurer l'efficacité et la solidité des systèmes de compensation et de paiements au sein de la Communauté et avec les pays tiers.

Article 23

Opérations extérieures

La BCE et les banques centrales nationales peuvent :

- entrer en relation avec les banques centrales et les établissements financiers des pays tiers et, en tant que de besoin, avec les organisations internationales;
- acquérir et vendre, au comptant et à terme, toutes catégories d'avoirs de réserves de change et des métaux précieux. Le terme «avoirs de change» comprend les titres et tous les autres avoirs libellés dans la devise de tout pays ou en unités de compte, quelle que soit la forme sous laquelle ils sont détenus;
- détenir et gérer les avoirs visés au présent article;
- effectuer tous les types d'opérations bancaires avec les pays tiers et les organisations internationales, y compris les opérations de prêt et d'emprunt.

Article 24

Autres opérations

Outre les opérations résultant de leurs missions, la BCE et les banques centrales nationales peuvent effectuer des opérations aux fins de leur infrastructure administrative ou au bénéfice de leur personnel.

Chapitre V

Contrôle prudentiel

Article 25

Contrôle prudentiel

25.1. La BCE est habilitée à donner des avis et à être consultée par le Conseil, la Commission et les autorités compétentes des États membres sur la portée et l'application de la législation communautaire concernant le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier.

25.2. Conformément à toute décision du Conseil prise en vertu de l'article 105, paragraphe 6, du Traité, la BCE peut accomplir des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de contrôle prudentiel des établissements de crédit et autres établissements financiers, à l'exception des entreprises d'assurance.

Chapitre VI

Dispositions financières du SEBC

Article 26

Comptes financiers

26.1. L'exercice de la BCE et des banques centrales nationales commence le premier jour du mois de janvier et se termine le dernier jour du mois de décembre.

26.2. Les comptes annuels de la BCE sont établis par le Directoire conformément aux principes déterminés par le Conseil des gouverneurs. Les comptes sont approuvés par le Conseil des gouverneurs et sont ensuite publiés.

26.3. Pour les besoins de l'analyse et de la gestion, le Directoire établit un bilan consolidé du SEBC comprenant les actifs et les passifs des banques centrales nationales, qui relèvent du SEBC.

26.4. Aux fins de l'application du présent article, le Conseil des gouverneurs arrête les règles nécessaires à la normalisation des procédures comptables et d'information relatives aux opérations des banques centrales nationales.

Article 27

Vérification des comptes

27.1. Les comptes de la BCE et des banques centrales nationales sont vérifiés par des commissaires aux comptes extérieurs indépendants désignés sur recommandation du Conseil des gouverneurs et agréés par le Conseil. Les commissaires aux comptes ont tout pouvoir pour examiner tous les livres et comptes de la BCE et des banques centrales nationales, et pour obtenir toutes informations sur leurs opérations.

27.2. Les dispositions de l'article 248 du Traité s'appliquent uniquement à un examen de l'efficacité de la gestion de la BCE.

Article 28

Capital de la BCE

28.1. Le capital de la BCE, qui devient opérationnel dès l'établissement de celle-ci, s'élève à 5 milliards d'euros. Le capital peut être augmenté, le cas échéant, par décision du Conseil des gouverneurs statuant à la majorité qualifiée prévue à l'article 10.3, dans les limites et selon les conditions fixées par le Conseil conformément à la procédure prévue à l'article 42.

28.2. Les banques centrales nationales sont seules autorisées à souscrire et à détenir le capital de la BCE. La souscription du capital s'effectue selon la clé de répartition déterminée conformément à l'article 29.

28.3. Le Conseil des gouverneurs, statuant à la majorité qualifiée prévue à l'article 10.3, détermine le montant exigible et les modalités de libération du capital.

28.4. Sous réserve de l'article 28.5, les parts des banques centrales nationales dans le capital souscrit de la BCE ne peuvent pas être cédées, nanties ou saisies.

28.5. Si la clé de répartition visée à l'article 29 est modifiée, les banques centrales nationales transfèrent entre elles les parts de capital correspondantes de sorte que la répartition de ces parts corresponde à la nouvelle clé. Le Conseil des gouverneurs fixe les modalités de ces transferts.

Article 29

Clé de répartition pour la souscription au capital

29.1. La clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE est déterminée lorsque le SEBC et la BCE ont été institués conformément à la procédure visée à l'article 123, paragraphe 1, du Traité. Il est attribué à chaque banque centrale nationale une pondération dans cette clé, qui est égale à la somme de :

- 50 % de la part de l'État membre concerné dans la population de la Communauté l'avant-dernière année précédant la mise en place du SEBC ;
- 50 % de la part de l'État membre concerné dans le produit intérieur brut de la Communauté aux prix du marché, telle qu'elle a été constatée au cours des cinq années précédant l'avant-dernière année avant la mise en place du SEBC.

Les pourcentages sont arrondis à la demi-décimale supérieure.

29.2. Les données statistiques nécessaires à l'application du présent article sont établies par la Commission conformément aux règles qui sont arrêtées par le Conseil conformément à la procédure prévue à l'article 42.

29.3. Les pondérations attribuées aux banques centrales nationales sont adaptées tous les cinq ans après la mise en place du SEBC, par analogie avec les dispositions de l'article 29.1. La clé adaptée prend effet le premier jour de l'année suivante.

29.4. Le Conseil des gouverneurs prend toutes les autres mesures nécessaires à l'application du présent article.

Article 30

Transfert d'avoirs de réserve de change à la BCE

30.1. Sans préjudice de l'article 28, la BCE est dotée par les banques centrales nationales d'avoirs de réserve de change autres que les monnaies des États membres, d'écus, de positions de réserve auprès du FMI et de DTS, jusqu'à concurrence d'un montant équivalant à 50 milliards d'écus. Le Conseil des gouverneurs décide des proportions à appeler par la BCE après l'établissement de celle-ci et des montants appelés ultérieurement. La BCE est pleinement habilitée à détenir et à gérer les avoirs de réserve qui lui ont été transférés et à les utiliser aux fins fixées dans les présents Statuts.

30.2. La contribution de chaque banque centrale nationale est fixée proportionnellement à sa part dans le capital souscrit de la BCE.

30.3. Chaque banque centrale nationale reçoit de la BCE une créance équivalente à sa contribution. Le Conseil des gouverneurs détermine la dénomination et la rémunération de ces créances.

30.4. Des avoirs de réserve supplémentaires peuvent être appelés par la BCE, conformément à l'article 30.2, au-delà de la limite fixée à l'article 30.1, dans les limites et selon les conditions fixées par le Conseil conformément à la procédure prévue à l'article 42.

30.5. La BCE peut détenir et gérer des positions de réserve auprès du FMI et des DTS, et accepter la mise en commun de ces avoirs.

30.6. Le Conseil des gouverneurs prend toutes les autres mesures nécessaires à l'application du présent article.

Article 31

Avoirs de réserve de change détenus par les banques centrales nationales

31.1. Les banques centrales nationales sont autorisées à effectuer les opérations liées à l'accomplissement de leurs obligations envers les organisations internationales conformément à l'article 23.

31.2. Toutes les autres opérations sur les avoirs de réserve de change qui demeurent dans les banques centrales nationales après les transferts visés à l'article 30 et les transactions effectuées par les États membres avec leurs fonds de roulement en devises sont, au-delà d'une certaine limite à fixer dans le cadre de l'article 31.3, soumises à l'autorisation de la BCE afin d'assurer la cohérence avec la politique de change et la politique monétaire de la Communauté.

31.3. Le Conseil des gouverneurs arrête des orientations afin de faciliter ces opérations.

Article 32

Répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales

32.1. Le revenu dégagé par les banques centrales nationales dans l'exercice des missions de politique monétaire du SEBC, ci-après dénommé «revenu monétaire», est réparti à la fin de chaque exercice conformément au présent article.

32.2. Sous réserve de l'article 32.3, le montant du revenu monétaire de chaque banque centrale nationale est égal au revenu annuel qu'elle tire des actifs détenus en contrepartie des billets en circulation et des engagements résultant des dépôts constitués par les établissements de crédit. Ces actifs sont identifiés par les banques centrales nationales conformément aux orientations que le Conseil des gouverneurs aura déterminées.

32.3. Si le Conseil des gouverneurs estime, après le début de la troisième phase, que les structures du bilan des banques centrales nationales ne permettent pas l'application de l'article 32.2, il peut décider, à la majorité qualifiée, que, par dérogation à l'article 32.2, le revenu monétaire doit être calculé selon une autre méthode pendant une période ne dépassant pas cinq ans.

32.4. Le montant du revenu monétaire de chaque banque centrale nationale est réduit de toute charge d'intérêt payée par cette banque centrale sur les engagements résultant des dépôts constitués par les établissements de crédit conformément à l'article 19.

Le Conseil des gouverneurs peut décider d'indemniser les banques centrales nationales pour les frais encourus à l'occasion de l'émission de billets ou, dans des circonstances exceptionnelles, pour des pertes particulières afférentes aux opérations de politique monétaire réalisées pour le compte du SEBC. L'indemnisation prend la forme que le Conseil des gouverneurs juge appropriée; ces montants peuvent être compensés avec le revenu monétaire des banques centrales nationales.

32.5. La somme des revenus monétaires des banques centrales nationales est répartie entre elles proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE, sous réserve de toute décision prise par le Conseil des gouverneurs conformément à l'article 33.2.

32.6. La compensation et le règlement des soldes provenant de la répartition du revenu monétaire sont réalisés par la BCE conformément aux orientations établies par le Conseil des gouverneurs.

32.7. Le Conseil des gouverneurs prend toutes les autres mesures nécessaires à l'application du présent article.

Article 33

Répartition des bénéfices et pertes nets de la BCE

33.1. Le bénéfice net de la BCE est transféré dans l'ordre suivant :

- a) un montant à déterminer par le Conseil des gouverneurs, qui ne peut dépasser 20 % du bénéfice net, est transféré au fonds de réserve générale dans la limite de 100 % du capital ;
- b) le bénéfice net restant est distribué aux détenteurs de parts de la BCE proportionnellement aux parts qu'ils ont libérées.

33.2. Si la BCE enregistre une perte, celle-ci est couverte par le fonds de réserve général de la BCE et, si nécessaire, après décision du Conseil des gouverneurs, par les revenus monétaires de l'exercice financier concerné au *pro rata* et jusqu'à concurrence des montants alloués aux banques centrales nationales conformément à l'article 32.5.

Chapitre VII

Dispositions générales

Article 34

Actes juridiques

34.1. Conformément à l'article 110 du Traité, la BCE :

- arrête des règlements dans la mesure nécessaire à l'accomplissement des missions définies à l'article 3.1, premier tiret, aux articles 19.1, 22 ou 25.2 des statuts du SEBC, ainsi que dans les cas qui sont prévus dans les actes du Conseil visés à l'article 42 ;
- prend les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées au SEBC en vertu du Traité et des statuts du SEBC ;
- émet des recommandations et des avis.

34.2. Le règlement a une portée générale. Il est obligatoire dans tous ses éléments et il est directement applicable dans tout État membre.

Les recommandations et les avis ne lient pas.

La décision est obligatoire dans tous ses éléments pour les destinataires qu'elle désigne.

Les articles 253, 254 et 256 du Traité sont applicables aux règlements et aux décisions adoptés par la BCE.

La BCE peut décider de publier ses décisions, recommandations et avis.

34.3. Dans les limites et selon les conditions arrêtées par le Conseil conformément à la procédure prévue à l'article 42 des Statuts, la BCE est habilitée à infliger aux entreprises des amendes et des astreintes en cas de non-respect de ses règlements et de ses décisions.

Article 35

Contrôle juridictionnel et questions connexes

35.1. La Cour de justice peut connaître des actes ou omissions de la BCE ou être saisie de leur interprétation dans les cas et selon les conditions fixées par le Traité. La BCE peut former des recours dans les cas et selon les conditions fixées par le Traité.

35.2. Les litiges entre la BCE, d'une part, et ses créanciers, débiteurs ou toute autre personne, d'autre part, sont tranchés par les tribunaux nationaux compétents, à moins que la Cour de justice n'ait été déclarée compétente.

35.3. La BCE est soumise au régime de responsabilité prévu à l'article 288 du Traité. La responsabilité des banques centrales nationales est déterminée en fonction de leur droit national respectif.

35.4. La Cour de justice est compétente pour statuer en vertu d'une clause compromissaire contenue dans un contrat de droit public ou de droit privé passé par la BCE ou pour le compte de celle-ci.

35.5. La décision de la BCE de saisir la Cour de justice est prise par le Conseil des gouverneurs.

35.6. La Cour de justice est compétente pour statuer sur les litiges relatifs à l'accomplissement par les banques centrales nationales des obligations qui leur incombent au titre des présents Statuts. Si la BCE considère qu'une banque centrale nationale a manqué à une des obligations qui lui incombent au titre des présents Statuts, elle émet sur l'affaire un avis motivé après avoir donné à la banque centrale nationale concernée la possibilité de présenter ses observations. Si la banque centrale nationale concernée ne se conforme pas audit avis dans le délai fixé par la BCE, celle-ci peut saisir la Cour de justice.

Article 36

Personnel

36.1. Le Conseil des gouverneurs arrête, sur proposition du Directoire, le régime applicable au personnel de la BCE.

36.2. La Cour de justice est compétente pour connaître de tout litige entre la BCE et ses agents dans les limites et selon les conditions prévues par le régime qui leur est applicable.

Article 37

Siège

La décision relative au siège de la BCE est prise, avant la fin de 1992, d'un commun accord par les gouvernements des États membres au niveau des chefs d'État ou de gouvernement.

Article 38

Secret professionnel

38.1. Les membres des organes de décision et du personnel de la BCE et des banques centrales nationales sont tenus, même après la cessation de leurs fonctions, de ne pas divulguer les informations qui, par leur nature, sont couvertes par le secret professionnel.

38.2. Les personnes ayant accès à des données soumises à une législation communautaire imposant l'obligation du secret sont assujetties à cette législation.

Article 39

Signataires

La BCE est juridiquement engagée vis-à-vis des tiers par le président ou deux membres du Directoire, ou par la signature de deux membres de son personnel dûment autorisés par le président à signer au nom de la BCE.

Article 40^(*)

Privilèges et immunités

La BCE jouit sur le territoire des États membres des privilèges et immunités nécessaires à l'accomplissement de ses missions, selon les conditions définies au protocole sur les privilèges et immunités des Communautés européennes.

Chapitre VIII

Révision des Statuts et législation complémentaire

Article 41

Procédure de révision simplifiée

41.1. Conformément à l'article 107, paragraphe 5, du Traité, les articles 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4 et 32.6, l'article 33.1, point a), et l'article 36 des présents Statuts peuvent être révisés par le Conseil, statuant soit à la majorité qualifiée sur recommandation de la BCE, après consultation de la Commission, soit à l'unanimité sur proposition de la Commission et après consultation de la BCE. Dans les deux cas, l'avis conforme du Parlement européen est requis.

41.2. Une recommandation faite par la BCE en vertu du présent article requiert une décision unanime du Conseil des gouverneurs.

Article 42

Législation complémentaire

Conformément à l'article 107, paragraphe 6, du Traité, et aussitôt après la décision quant à la date du début de la troisième phase, le Conseil, statuant

(*) *Tel que modifié par l'article 6, point III (4), du traité d'Amsterdam.*

soit à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission et après consultation du Parlement européen et de la BCE, soit sur recommandation de la BCE et après consultation du Parlement européen et de la Commission, adopte les dispositions visées aux articles 4, 5.4, 19.2, 20, 28.1, 29.2, 30.4 et 34.3 des présents Statuts.

Chapitre IX

Dispositions transitoires et autres dispositions concernant le SEBC

Article 43

Dispositions générales

43.1. La dérogation visée à l'article 122, paragraphe 1, du Traité a pour effet que les articles suivants des présents Statuts ne confèrent aucun droit et n'imposent aucune obligation à l'État membre concerné: 3, 6, 9.2, 12.1, 14.3, 16, 18, 19, 20, 22, 23, 26.2, 27, 30, 31, 32, 33, 34, 50 et 52.

43.2. Les banques centrales des États membres faisant l'objet d'une dérogation, tels que définis à l'article 122, paragraphe 1, du Traité, conservent leurs compétences dans le domaine de la politique monétaire, conformément au droit national.

43.3. Conformément à l'article 122, paragraphe 4, du Traité, on entend par « États membres » les États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation aux articles suivants des présents Statuts: 3, 11.2, 19, 34.2 et 50.

43.4. Par « banques centrales nationales », on entend les banques centrales des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation aux articles suivants des présents Statuts: 9.2, 10.1, 10.3, 12.1, 16, 17, 18, 22, 23, 27, 30, 31, 32, 33.2 et 52.

43.5. Aux articles 10.3 et 33.1, on entend par « actionnaires » les banques centrales des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation.

43.6. Aux articles 10.3 et 30.2, on entend par « capital souscrit » le capital de la BCE souscrit par les banques centrales des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation.

Article 44

Missions transitoires de la BCE

La BCE assure les tâches de l'IME qui, en raison des dérogations dont un ou plusieurs États membres font l'objet, doivent encore être exécutées pendant la troisième phase.

La BCE donne des avis au cours des préparatifs concernant l'abrogation des dérogations visées à l'article 122 du Traité.

Article 45

Le Conseil général de la BCE

45.1. Sans préjudice de l'article 107, paragraphe 3, du Traité, le Conseil général est constitué comme troisième organe de décision de la BCE.

45.2. Le Conseil général se compose du président et du vice-président de la BCE ainsi que des gouverneurs des banques centrales nationales. Les autres membres du Directoire peuvent participer, sans droit de vote, aux réunions du Conseil général.

45.3. Les responsabilités du Conseil général sont énumérées de manière exhaustive à l'article 47 des présents Statuts.

Article 46

Règlement intérieur du Conseil général

46.1. Le président ou, en son absence, le vice-président de la BCE préside le Conseil général de la BCE.

46.2. Le président du Conseil et un membre de la Commission peuvent participer, sans droit de vote, aux réunions du Conseil général.

46.3. Le président prépare les réunions du Conseil général.

46.4. Par dérogation à l'article 12.3, le Conseil général adopte son règlement intérieur.

46.5. Le secrétariat du Conseil général est assuré par la BCE.

Article 47

Responsabilités du Conseil général

47.1. Le Conseil général :

- exécute les missions visées à l'article 44 ;
- contribue aux fonctions consultatives visées aux articles 4 et 25.1.

47.2. Le Conseil général contribue :

- à collecter les informations statistiques visées à l'article 5 ;
- à établir les rapports d'activités de la BCE visés à l'article 15 ;
- à établir les règles, prévues à l'article 26.4, nécessaires à l'application de l'article 26 ;
- à prendre toutes les autres mesures, prévues à l'article 29.4, nécessaires à l'application de l'article 29 ;
- à définir les conditions d'emploi du personnel de la BCE, prévues à l'article 36.

47.3. Le Conseil général contribue aux préparatifs nécessaires à la fixation irrévocable des taux de change des monnaies des États membres faisant l'objet d'une dérogation par rapport aux monnaies, ou à la monnaie unique, des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation, telle que prévue à l'article 123, paragraphe 5, du Traité.

47.4. Le Conseil général est informé des décisions du Conseil des gouverneurs par le président de la BCE.

Article 48

Dispositions transitoires concernant le capital de la BCE

Conformément à l'article 29.1, chaque banque centrale nationale se voit attribuer une pondération dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE. Par dérogation à l'article 28.3, les banques centrales des États membres faisant l'objet d'une dérogation ne libèrent pas leur capital souscrit, sauf si le Conseil général, statuant à une majorité représentant au moins deux tiers du capital souscrit de la BCE et au moins la moitié des actionnaires, décide qu'un pourcentage minimum doit être libéré à titre de participation aux coûts de fonctionnement de la BCE.

Article 49

Paiement différé du capital, des réserves et des provisions de la BCE

49.1. La banque centrale d'un État membre dont la dérogation a pris fin libère sa part souscrite au capital de la BCE dans les mêmes proportions que les autres banques centrales des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation et transfère à la BCE ses avoirs de réserve de change, conformément à l'article 30.1. Le montant à transférer est déterminé en multipliant la valeur en écus, aux taux de change en vigueur, des avoirs de réserve susmentionnés qui ont déjà été transférés à la BCE, conformément à l'article 30.1, par le rapport entre le nombre de parts souscrites par la banque centrale nationale concernée et le nombre de parts déjà libérées par les autres banques centrales nationales.

49.2. Outre le paiement prévu à l'article 49.1, la banque centrale concernée contribue aux réserves de la BCE, aux provisions équivalant à des réserves et au montant qui doit encore être affecté aux réserves et aux provisions, qui correspond au solde du compte de pertes et profits au 31 décembre de l'année précédant l'abrogation de la dérogation. La somme à verser est calculée en multipliant le montant des réserves, telles que définies ci-dessus et telles qu'elles apparaissent au bilan approuvé de la BCE, par le rapport entre le nombre de parts souscrites par la banque centrale concernée et le nombre de parts déjà libérées par les autres banques centrales.

Article 50

Nomination initiale des membres du Directoire

Lorsque le Directoire de la BCE est mis en place, son président, son vice-président et ses autres membres sont nommés d'un commun accord par les gouvernements des États membres au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, sur recommandation du Conseil et après consultation du Parlement européen et du Conseil de l'IME. Le président du Directoire est nommé pour huit ans. Par dérogation à l'article 11.2, le vice-président est nommé pour quatre ans et les autres membres du Directoire pour un mandat d'une durée comprise entre cinq et huit ans. Aucun mandat n'est renouvelable. Le nombre de membres du Directoire peut être inférieur à celui qui est prévu à l'article 11.1, mais en aucun cas inférieur à quatre.

Article 51

Dérogation à l'article 32

51.1. Si, après le début de la troisième phase, le Conseil des gouverneurs décide que l'application de l'article 32 modifie de manière significative la position relative des banques centrales nationales en matière de revenu, le montant du revenu à répartir conformément à l'article 32 est abaissé d'un pourcentage uniforme qui ne dépasse pas 60 % lors du premier exercice suivant le début de la troisième phase et qui diminuera d'au moins 12 points de pourcentage au cours de chacun des exercices suivants.

51.2. L'article 51.1 s'applique au maximum pendant cinq exercices complets après le début de la troisième phase.

Article 52

Échange des billets libellés en monnaies communautaires

Après la fixation irrévocable des taux de change, le Conseil des gouverneurs prend les mesures nécessaires pour assurer que les billets libellés en monnaies ayant des taux de change irrévocablement fixés sont échangés au pair par les banques centrales nationales.

Article 53

Applicabilité des mesures transitoires

Les articles 43 à 48 sont applicables aussi longtemps que des États membres font l'objet d'une dérogation.

Glossaire

Accord de pension (*Repurchase agreement*): convention par laquelle un actif est cédé, le vendeur obtenant le droit et l'obligation de le racheter à un prix déterminé à une échéance fixée ou sur demande. Ce type de convention est similaire au prêt garanti, à l'exception du fait que le vendeur ne conserve pas la propriété des titres. L'**Eurosystème** utilise des pensions à échéance fixe dans le cadre de ses **opérations de cession temporaire**. Les pensions sont incluses dans **M3** dans les cas où le vendeur est une **Institution financière monétaire (IFM)** et la contrepartie un résident non-IFM de la **zone euro**. Conformément au règlement de la BCE relatif au bilan consolidé du secteur des IFM (BCE/1998/16), les **pensions (*repos*)** sont classées parmi les engagements sous forme de dépôts dans la mesure où elles ne sont pas négociables. Mais elles ne sont pas incluses dans M2, car elles affichent un degré plus élevé de substituabilité avec les titres à court terme qu'avec les **dépôts à terme** ou les **dépôts remboursables avec préavis**. En outre, les pensions sont essentiellement du ressort des investisseurs institutionnels, alors que les dépôts bancaires traditionnels sont plutôt le fait des particuliers.

Accord de taux futur [*Forward rate agreement (FRA)*]: accord aux termes duquel une partie s'engage à verser à une autre partie un taux d'intérêt donné sur un montant de principal donné durant une période déterminée commençant à une date ultérieure fixée.

Administrations publiques (*General government*): ensemble des administrations centrales, d'États fédérés et d'administrations locales et des fonds de sécurité sociale, conformément aux définitions du **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**.

Agrégats monétaires (*Monetary aggregates*): un agrégat monétaire peut se définir comme étant la somme de la **monnaie fiduciaire**, augmentée des encours de certains passifs très liquides, au sens large du terme, d'**Institutions financières monétaires (IFM)**. L'agrégat monétaire étroit M1 a été défini par l'**Eurosystème** comme étant la somme de la monnaie fiduciaire et des **dépôts à vue** détenus par les résidents (autres que l'administration centrale) de la **zone euro** auprès des IFM de la zone. L'agrégat monétaire M2 comprend M1 plus les **dépôts à terme** d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les **dépôts remboursables avec un préavis** inférieur ou égal à trois mois. L'agrégat monétaire large M3 comprend M2 plus les **pensions**, les parts d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire ainsi que les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans. Le **Conseil des gouverneurs** a annoncé une valeur de référence pour la croissance de M3 (cf. **Valeur de référence pour la croissance monétaire**).

Appel d'offres normal (*Standard tender*): procédure utilisée par l'**Eurosystème** dans le cadre de ses **opérations d'open market** régulières. Les appels d'offres normaux sont effectués dans un délai de 24 heures. Toutes

les **contreparties** qui remplissent les critères généraux d'éligibilité sont habilitées à soumettre des offres.

Assiette des réserves (Reserve base): ensemble des éléments du bilan (en particulier les engagements) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

Banque centrale européenne (BCE) [European Central Bank (ECB)]: la BCE est au centre du **Système européen de banques centrales (SEBC)** et de l'**Eurosystème** et elle est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit communautaire. Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, soit par ses activités propres, conformément aux statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, soit par l'intermédiaire des banques centrales nationales.

Bilan consolidé des IFM (Consolidated MFI balance sheet): le bilan consolidé du secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)** est obtenu par l'élimination, du bilan agrégé, des positions des IFM entre elles (prêts entre IFM et dépôts des OPCVM monétaires auprès des IFM par exemple). Il fait apparaître les actifs et les passifs du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la **zone euro** ne faisant pas partie de ce secteur (**administrations publiques** et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents de la zone euro. Le bilan consolidé constitue la principale source statistique pour le calcul des **agrégats monétaires** et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de **M3**.

Comité économique et financier (Economic and Financial Committee): organe communautaire consultatif qui a été institué au début de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)**. Les **États membres**, la **Commission européenne** et la **Banque centrale européenne (BCE)** nomment chacun au maximum deux membres du Comité. L'un des deux membres nommés par chacun des États membres est choisi parmi de hauts responsables de l'administration nationale et l'autre parmi de hauts responsables de la banque centrale nationale. L'article 114 (2) du **Traité** dresse une liste des missions du Comité économique et financier, comprenant l'examen de la situation économique et financière des États membres et de la Communauté.

Commission européenne (Commission des Communautés européennes) [European Commission (Commission of the European Communities)]: institution de la Communauté européenne qui assure l'application des dispositions du **Traité**. La Commission met en place des politiques communautaires, propose la législation communautaire et exerce des pouvoirs dans des domaines spécifiques. Dans le domaine économique, la Commission propose des grandes orientations pour les politiques économiques au sein de la Communauté et fait également rapport au **Conseil de l'UE** sur les évolutions et les politiques économiques. Elle surveille les finances publiques dans le cadre de la surveillance multilatérale et soumet des rapports au Conseil.

Conseil (Council) : cf. **Conseil de l'UE**

Conseil européen (European Council) : donne à l'Union européenne l'élan nécessaire à son développement et définit les orientations politiques générales à cet effet. Il réunit les chefs d'État ou de gouvernement des **États membres** et le Président de la **Commission européenne** (cf. **Conseil de l'UE**).

Conseil de l'UE (EU Council) : institution de la Communauté européenne composée de représentants des gouvernements des **États membres**, habituellement les ministres ayant en charge les questions à examiner (on parle dès lors souvent du Conseil des ministres). Quand il réunit les ministres de l'Économie et des Finances, le Conseil de l'UE est généralement appelé Conseil **Ecofin**. En outre, le Conseil de l'UE peut se réunir au niveau des chefs d'État ou de gouvernement (cf. **Conseil européen**).

Conseil des gouverneurs (Governing Council) : l'un des organes directeurs de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il se compose de l'ensemble des membres du **Directoire** de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales des **États membres** ayant adopté l'euro.

Conseil général (General Council) : l'un des organes directeurs de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des 15 banques centrales nationales de l'UE.

Contrat à terme sur instruments financiers (Futures contract) : engagement d'acheter ou de vendre des titres ou une matière première à un prix convenu à l'avance à une date ultérieure fixée.

Contrepartie (Counterparty) : cocontractant à une transaction financière (par exemple, tout établissement traitant avec la banque centrale).

Créances sur les résidents de la zone euro (Credit to euro area residents) : mesure large du financement, par le secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)**, des résidents non-IFM de la zone euro (dont les **administrations publiques** et le secteur privé). Elle comprend les **prêts aux résidents de la zone euro** et les portefeuilles de titres des IFM émis par des résidents de la **zone euro**. Ces derniers recouvrent les actions, les autres participations et les titres de créance, y compris les instruments du marché monétaire. Dans la mesure où les titres peuvent être considérés comme une source de fonds susceptible de se substituer aux prêts et où certains prêts peuvent être titrisés, cette définition fournit des informations plus précises sur le montant total de financement accordé par le secteur des IFM à l'économie qu'une définition étroite portant uniquement sur les prêts.

Critères de convergence (Convergence criteria) : critères définis à l'article 121 (1) du **Traité** (et exposés plus en détail au Protocole n° 21) et servant de base pour évaluer la capacité d'un pays à participer à l'**Union écono-**

mique et monétaire (UEM). Ils ont trait aux résultats en matière de **stabilité des prix**, de situation des finances publiques, de taux de change et de taux d'intérêt à long terme. Ils examinent également si la législation nationale, y compris les statuts des banques centrales nationales, est compatible à la fois avec le Traité et avec les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne. Les rapports rédigés en 1998 par la **Commission européenne** et l'**IME**, en vertu de l'article 121 (1), examinaient si chacun des **États membres** avait réalisé un degré élevé de convergence durable en analysant dans quelle mesure il avait satisfait à ces critères.

Demande de monnaie (*Money demand*): relation économique fondamentale qui représente la demande d'encaisses monétaires des agents autres que les **Institutions financières monétaires (IFM)**. La demande de monnaie est souvent exprimée comme une fonction des prix et de l'activité économique, ce qui permet d'évaluer le niveau des transactions dans l'économie, et aussi de certaines variables de taux d'intérêt, qui mesurent les coûts d'opportunité liés à la détention de monnaie et son rendement.

Dépôts à terme (*Deposits with an agreed maturity*): catégorie d'instruments principalement composée de dépôts à terme assortis d'une échéance donnée et susceptibles, en fonction des pratiques nationales, de ne pas être convertibles avant l'échéance ou de l'être uniquement moyennant une pénalité. Cette catégorie comprend également certains titres de créance non cessibles, tels que les certificats de dépôt nominatifs (de faible montant). Les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans sont inclus dans **M2** (et donc dans **M3**), alors que ceux d'une durée supérieure à deux ans font partie des engagements financiers à long terme (à caractère non monétaire) du secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)**.

Dépôts à vue (*Overnight deposits*): dépôts assortis d'une échéance de 24 heures. Cette catégorie d'instruments comprend principalement les dépôts qui sont entièrement transférables par chèque ou par instrument similaire, mais aussi les dépôts non transférables et convertibles en numéraire sur demande ou à la clôture du jour suivant. Les dépôts à vue sont inclus dans M1 (et, par conséquent, dans M3).

Dépôts remboursables avec préavis (*Deposits redeemable at notice*): catégorie composée des dépôts d'épargne pour lesquels le détenteur doit respecter un préavis fixé avant de pouvoir retirer ses fonds. Dans certains cas, il est possible de retirer un montant spécifié durant une période déterminée ou d'effectuer un retrait anticipé moyennant le paiement d'une pénalité. Les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois sont compris dans **M2** (et donc dans **M3**), alors que ceux qui sont assortis d'un préavis plus long figurent dans les engagements financiers à long terme (à caractère non monétaire) du secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)**.

Directoire (Executive Board): l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des **États membres** ayant adopté l'euro.

Écart de production (Output gap): différence entre les niveaux observé et potentiel de la production, exprimée en pourcentage de la production potentielle. Le taux de croissance de la production potentielle peut être considéré comme le rythme de progression de la production en volume susceptible d'être maintenu à moyen et long terme. Dans la pratique, il peut être comparable au taux de croissance tendanciel de l'économie. La production potentielle et, par conséquent, l'écart de production, sont très difficiles à estimer en temps réel.

Écu (Unité de compte européenne) [ECU (European Currency Unit)]: avant la phase III de l'UEM, l'écu était un panier de monnaies composé de la somme de montants fixes de 12 des 15 monnaies des États membres de l'Union européenne. Sa valeur était une moyenne pondérée de la valeur des monnaies qui le composaient. L'écu servait de numéraire dans le cadre du **MCE** et d'avoir de réserve pour les banques centrales.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro – Tempe) [EONIA (euro overnight index average)]: mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros, obtenue en calculant la moyenne pondérée des taux d'intérêt des prêts en blanc au jour le jour portant sur des dépôts libellés en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Établissement de crédit (Credit institution): établissement répondant à la définition de l'article 1 (1) de la Directive 2000/12/CE du **Parlement européen** et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice. Selon cette définition, un établissement de crédit est (a) une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ou (b) un établissement de monnaie électronique au sens de la Directive 2000/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 septembre 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements.

État membre (Member State): pays membre de l'Union européenne

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (euro inter-bank offered rate)]: taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en euros à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'une échéance d'une semaine et de un à douze mois; il s'agit de la moyenne,

arrondie à trois décimales, des taux offerts quotidiennement par un panel représentatif de banques de premier rang.

Euro (Euro): nom retenu pour désigner la monnaie européenne adoptée par le **Conseil européen**, lors du sommet de Madrid des 15 et 16 décembre 1995. Il est utilisé à la place du terme d'**écu (Unité de compte européenne)** employé dans le **Traité**.

Eurostat (Eurostat): office statistique des Communautés européennes, Eurostat fait partie de la **Commission européenne** et est responsable de l'établissement des statistiques de la Communauté. Il recueille et traite méthodiquement les données provenant principalement des autorités nationales, dans le cadre de programmes statistiques globaux que la Communauté établit pour cinq ans.

Eurosystème (Eurosystème): il comprend la **Banque centrale européenne (BCE)** et les banques centrales nationales des **États membres** ayant adopté l'**euro** au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)** (cf. **zone euro**). Il y a actuellement 12 banques centrales nationales dans l'Eurosystème, celui-ci étant dirigé par le **Conseil des Gouverneurs** et le **Directoire** de la BCE.

Facilité de dépôt (Deposit facility): **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'effectuer, auprès d'une banque centrale nationale, des **dépôts à vue** rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé (cf. **Taux d'intérêt directeurs de la BCE**).

Facilité permanente (Standing facility): **facilité** de la banque centrale dont les **contreparties** peuvent bénéficier à leur propre initiative. L'**Eurosystème** offre deux **facilités permanentes** à 24 heures: la **facilité de prêt marginal** et la **facilité de dépôt**.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility): **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'obtenir auprès d'une banque centrale nationale des crédits à vue à un taux d'intérêt prédéterminé contre des actifs admis en garantie (cf. **Taux d'intérêt directeurs de la BCE**).

Garantie (Collateral): actif remis en garantie du remboursement de prêts (que les **établissements de crédit** reçoivent des banques centrales, par exemple), ou actif cédé (par les établissements de crédit à des banques centrales, notamment) dans le cadre d'**accords de pension**.

Grandes orientations de politique économique [Broad Economic Policy Guidelines (BEPGs)]: adoptées une fois par an par le **Conseil de l'UE**, elles servent de cadre à la définition des objectifs et orientations des **États membres** et de la Communauté européenne en matière de politique économique.

Indépendance de la banque centrale (*Central bank independence*): l'article 108 (ex-article 107) du Traité et l'article 7 des statuts du **Système européen de banques centrales** et de la **Banque centrale européenne** définissent le principe d'indépendance de la banque centrale. Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés, ni la Banque centrale européenne (BCE), ni les banques centrales nationales (BCN) ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter d'instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Parallèlement, les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des BCN.

Indicateurs avancés (*Leading indicators*): variables économiques qui anticipent ou contiennent des informations permettant de prévoir l'évolution d'autres variables.

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HIPC)*]: l'IPCH a été élaboré par la **Commission européenne (Eurostat)** en étroite collaboration avec les instituts de statistique nationaux et l'**Institut monétaire européen (IME)** et, ultérieurement, la **Banque centrale européenne (BCE)**. L'IPCH est la mesure des prix utilisée par la BCE pour définir la **stabilité des prix** en termes quantitatifs.

Institut monétaire européen (IME) (*European Monetary Institute [(EMI)*]: institution temporaire créée au début de la phase II de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, le 1^{er} janvier 1994. Les deux missions principales de l'IME consistaient à renforcer la coopération entre banques centrales et la coordination des politiques monétaires, et à effectuer les préparatifs nécessaires à la mise en place du **Système européen de banques centrales (SEBC)** en vue de la conduite de la politique monétaire unique et de la création d'une monnaie unique au cours de la phase III. Il a été mis en liquidation, le 1^{er} juin 1998, après l'instauration de la **Banque centrale européenne (BCE)**.

Institutions financières monétaires (IFM) [*Monetary Financial Institutions (MFIs)*]: institutions financières qui forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Il inclut les banques centrales, les **établissements de crédit** résidents, tels que définis par la législation communautaire, ainsi que toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement d'OPCVM monétaires.

Investissement (*Investment*): formation brute de capital fixe telle que définie dans le **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**.

M1, M2, M3: cf. **Agrégats monétaires**.

Marché boursier (*Stock market*): cf. **Marché des titres de participation**

Marché de capitaux (*Financial market*): marché sur lequel ceux qui disposent d'une capacité de financement prêtent à ceux qui affichent un besoin de financement.

Marché d'instruments dérivés (*Derivatives market*): marché sur lequel sont émis et négociés des contrats financiers, dont la valeur est liée au cours des titres sous-jacents, aux taux d'intérêt, aux taux de change, à des indices boursiers ou au cours des matières premières. Les principales catégories d'instruments dérivés sont les **contrats à terme sur instruments financiers**, les **options**, les **swaps** et les **accords de taux futurs**.

Marché monétaire (*Money market*): marché sur lequel sont collectés, placés et négociés des fonds à court terme, à l'aide d'instruments dont la durée initiale est généralement inférieure à un an.

Marché obligataire (*Bond market*): marché sur lequel sont émis et négociés les titres de créance à long terme. Cf. **Marché des titres de créance**.

Marché des titres de créance (*Debt securities market*): marché sur lequel sont émis et négociés les titres de créance. Un titre de créance contient une promesse d'effectuer des paiements réguliers durant une période donnée.

Marché des titres de participation (*Equity market*): marché sur lequel sont émis et négociés les titres de participation. Ces titres confèrent à leur porteur un droit de propriété partiel sur le capital d'une entreprise. La principale différence avec les titres de créance réside dans le fait que les titres de participation n'ont pas à être remboursés par leur émetteur.

MCE (mécanisme de change) [*ERM (exchange rate mechanism)*] : le mécanisme de change et d'intervention du **Système monétaire européen** permettait de définir le taux de change des monnaies participantes en fonction de cours pivots vis-à-vis de l'**écu**. Ces cours pivots servaient à établir une grille de cours pivots bilatéraux entre les monnaies participantes. Les taux de change pouvaient varier de part et d'autre des cours pivots bilatéraux à l'intérieur de marges de fluctuation. Les cours pivots pouvaient être ajustés, d'un commun accord entre tous les pays participant au MCE. Ce mécanisme a cessé d'exister au début de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, lorsque le **MCE II** a été mis en place.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (exchange rate mechanism II)] : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre la **zone euro** et les **États membres de l'UE** ne participant pas à cette zone dès le début de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)**. La participation au mécanisme est facultative. On attend néanmoins des États membres bénéficiant d'une dérogation qu'ils y adhèrent. Il est prévu des marges de fluctuation normales ou plus étroites. Les interventions sur le marché des changes et le financement à la marge sont, en principe, automatiques et illimités, un financement à très court terme étant disponible. La **Banque centrale européenne (BCE)** et les banques centrales nationales hors zone euro participantes pourraient, toutefois, suspendre les interventions automatiques si celles-ci devaient se révéler incompatibles avec leur objectif principal de maintien de la **stabilité des prix**.

Mécanisme de transmission (Transmission mechanism) : processus par lequel les décisions de politique monétaire agissent sur l'économie en général et le niveau des prix en particulier. Ce processus englobe divers canaux de transmission complexes et souvent liés entre eux.

Monnaie fiduciaire (Currency in circulation) : elle comprend les billets et les pièces en circulation qui sont couramment utilisés pour effectuer des paiements. Elle englobe les billets émis par l'**Eurosysteme** ainsi que les pièces émis par certaines banques centrales nationales de l'Eurosysteme et par l'administration centrale. La monnaie fiduciaire figurant dans **M3** est un concept net, c'est-à-dire qu'il se rapporte uniquement aux billets et pièces en circulation détenus en dehors du secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)**, comme l'indique le **bilan consolidé des IFM** (lequel ne tient pas compte de la monnaie émise et détenue par les IFM, appelée « encaisses »). La monnaie fiduciaire ne comprend pas les stocks de billets des banques centrales (ils ne sont pas émis), ni les pièces commémoratives, qui ne sont pas couramment utilisées pour effectuer des paiements.

Neutralité de la monnaie (Neutrality of money) : principe économique fondamental selon lequel, à long terme, les variations de la masse monétaire se traduisent uniquement par une variation des variables nominales et non des variables réelles. Dès lors, les variations de la masse monétaire n'auront pas d'incidence à long terme sur les variables telles que la production en volume, le chômage ou les taux d'intérêt réels.

Opération de cession temporaire (Reverse transaction) : opération par laquelle la banque centrale achète ou vend des titres dans le cadre d'un **accord de pension** ou accorde des prêts adossés à des **garanties**.

Opération ferme (Outright transaction) : toute opération d'achat ou de vente ferme de titres sur le marché (au comptant ou à terme).

Opération d'open market (Open market operation) : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux, qui implique l'une des transactions suivantes : (1) achat ou vente ferme d'actifs (au comptant ou

à terme); (2) achat ou vente d'actifs dans le cadre d'un **accord de pension** ; (3) prêt ou emprunt contre des actifs admis en **garantie** ; (4) émission de certificats de dette de banque centrale; (5) prises de liquidité en blanc; ou (6) **swaps cambistes** (opération d'échange de monnaie nationale contre devises).

Opération principale de refinancement (Main refinancing operation): opération d'open market exécutée par l'**Eurosystème** de manière régulière sous forme d'**opération de cession temporaire**. Les opérations principales de refinancement sont réalisées par voie d'**appels d'offres normaux** hebdomadaires et ont une échéance de deux semaines.

Opération de refinancement à plus long terme (Longer-term refinancing operation): opération d'open market que l'**Eurosystème** exécute de manière régulière sous forme d'**opération de cession temporaire**. Les opérations de refinancement à plus long terme sont effectuées par voie d'**appels d'offres normaux** mensuels et sont assorties d'une échéance de trois mois.

Opération de réglage fin (Fine-tuning operation): opération d'open market réalisée par l'**Eurosystème** de façon non régulière et principalement destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire.

Option (Option): instrument financier qui donne au propriétaire le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre des actifs spécifiques (des obligations ou des actions, par exemple) à un cours préalablement fixé (prix d'exercice) au plus tard à une date ultérieure précise (date d'exercice ou d'échéance). Une option d'achat donne au détenteur le droit d'acquérir lesdits actifs à un prix d'exercice convenu, tandis qu'une option de vente lui donne le droit de les vendre à un prix convenu.

Pacte de stabilité et de croissance (Stability and Growth Pact): il se compose de deux règlements du **Conseil de l'UE** sur « le renforcement de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques » et sur « l'accélération et la clarification de la mise en œuvre de la **procédure applicable en cas de déficit excessif** » et d'une Résolution du **Conseil européen** relative au Pacte de stabilité et de croissance adoptée le 17 juin 1997 lors du sommet d'Amsterdam. Ce pacte vise au maintien d'une situation saine des finances publiques au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)** afin de renforcer les conditions nécessaires à la **stabilité des prix** et à une croissance forte et durable, propice à la création d'emplois. Plus précisément, des soldes budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent sont requis comme objectif à moyen terme devant permettre aux **États membres** de faire face à des fluctuations conjoncturelles normales, tout en maintenant le déficit public sous la **valeur de référence** de 3 % du PIB. En vertu du Pacte de stabilité et de croissance, les États participant à l'UEM présentent des **programmes de stabilité**, tandis que les pays non participants continuent de soumettre des programmes de convergence.

Parlement européen (European Parliament): composé de représentants des citoyens des **États membres**, il s'insère dans le processus législatif, mais avec des prérogatives qui varient selon les procédures d'adoption de la législation de l'Union européenne. Dans le cadre de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, le Parlement a essentiellement des compétences consultatives. Le **Traité** prévoit néanmoins certaines procédures mettant en jeu la responsabilité démocratique de la **Banque centrale européenne (BCE)** devant le Parlement (présentation d'un rapport annuel, débat général sur la politique monétaire, auditions devant les commissions parlementaires compétentes).

Période de constitution des réserves (Maintenance period): période sur laquelle est calculée la conformité des **établissements de crédit** aux **obligations en matière de réserves obligatoires**. La période de constitution des réserves obligatoires de l'**Eurosystème** est de un mois. Elle débute le 24^e jour de chaque mois et se termine le 23^e jour du mois suivant.

Phase I, phase II, phase III (Stage One, Stage Two, Stage Three) : cf. **Union économique et monétaire (UEM)**

Prêts aux résidents de la zone euro (Loans to euro area residents): prêts, octroyés par les **Institutions financières monétaires (IFM)**, qui ne s'appuient pas sur des documents négociables ou qui ne sont pas représentés par un document unique (devenu négociable). Cette catégorie comprend les prêts aux ménages, aux sociétés non financières et aux administrations publiques. Les prêts aux ménages peuvent revêtir la forme de crédits à la consommation (accordés pour la consommation personnelle de biens et de services), de prêts au logement (octroyés à des fins d'investissement immobilier, y compris la construction et les travaux d'amélioration du logement) et d'autres types de prêts (accordés à des fins de rééchelonnement de dettes, pour le financement des études, etc.) (cf. **Créances sur les résidents de la zone euro**).

Prise en pension [Repurchase operation (repo)]: opération de cession temporaire destinée à fournir des liquidités et fondée sur un **Accord de pension**.

Procédure applicable en cas de déficit excessif (Excessive deficit procedure): procédure définie à l'article 104 du **Traité**, et détaillée au Protocole n° 20, relative à la procédure applicable en cas de déficit excessif. L'article 104 requiert des **États membres** qu'ils adoptent une discipline budgétaire, définit les conditions nécessaires pour que la situation budgétaire soit jugée satisfaisante et précise les mesures à prendre dans le cas où ces conditions ne seraient pas remplies. Il définit, en particulier, les **critères de convergence** relatifs aux finances publiques (**ratio de déficit public** et **ratio de la dette publique**), la procédure qui précède ou suit une décision du **Conseil de l'UE** reconnaissant l'existence d'un déficit excessif dans un État membre donné ainsi que les mesures à prendre si cette situation de déficit excessif persiste. Le **Pacte de stabilité et de croissance** comprend d'autres dispositions destinées à clarifier et à accélérer la mise en œuvre de la procédure applicable en cas de déficit excessif.

Programmes de stabilité (Stability programmes): les États membres ayant adopté la monnaie unique doivent soumettre des plans à moyen terme des administrations publiques, qui englobent leurs estimations concernant l'évolution des principales variables économiques, en vue de la réalisation de l'objectif à moyen terme, tel que défini dans le **Pacte de stabilité et de croissance**, d'un solde budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent. Les mesures destinées à assainir les soldes budgétaires et les scénarios économiques sous-jacents sont mis en évidence dans ces programmes. Les programmes de stabilité doivent être actualisés chaque année. Ils sont examinés par la **Commission européenne** et le **Comité économique et financier**, dont les rapports servent de base à une évaluation par le Conseil **Ecofin**, centrée, en particulier, sur le point de savoir si l'objectif budgétaire à moyen terme du programme prévoit une marge de sécurité suffisante, permettant d'éviter un déficit excessif. Les pays n'ayant pas encore adopté l'euro doivent présenter chaque année des programmes de convergence, conformément au **Pacte de stabilité et de croissance**.

Projections (Projections): cf. **Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème**

Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème (Eurosystem staff projections): résultat de l'exercice de projection économique réalisé par les services de l'**Eurosystème** concernant les évolutions macroéconomiques possibles dans la **zone euro**. Les projections pour la zone euro sont établies de manière à être cohérentes avec les projections élaborées pour chaque pays. Elles s'inscrivent dans le cadre du second pilier de la stratégie de politique monétaire de la **Banque centrale européenne (BCE)** et constituent l'un des éléments pris en compte par le **Conseil des gouverneurs** pour son évaluation des risques pesant sur la **stabilité des prix**.

Ratio de déficit (Deficit ratio): objet d'un des **critères de convergence**. Il est défini à l'article 104 (2) du **Traité** comme étant le rapport entre le déficit public prévu ou effectif et le produit intérieur brut aux prix du marché. Le déficit public est défini au Protocole n° 20 sur la **procédure applicable en cas de déficit excessif** comme le besoin net de financement des **administrations publiques**, celles-ci étant prises au sens défini dans le **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**.

Ratio de la dette publique (Debt ratio): objet d'un des **critères de convergence** relatifs aux finances publiques et inscrits à l'article 104 (2) du **Traité**. Il est défini comme le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut aux prix du marché, la dette publique étant définie au Protocole n° 20 (sur la **procédure applicable en cas de déficit excessif**) comme l'encours total des dettes brutes, à leur valeur nominale, à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs des **administrations publiques**, celles-ci étant prises au sens défini dans le **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**.

Réserves obligatoires (*Reserve requirement*) : montant minimum de réserves qu'un **établissement de crédit** est tenu de détenir auprès de sa banque centrale. Dans le système de réserves obligatoires de l'**Eurosystème**, les réserves obligatoires d'un **établissement de crédit** sont calculées par multiplication du **taux de réserves** fixé pour chaque catégorie d'éléments de l'**assiette des réserves** par le montant relatif à ces éléments figurant au bilan de l'établissement. En outre, les établissements sont habilités à déduire un abattement forfaitaire de leurs réserves obligatoires.

Responsabilité (*Accountability*) : principe selon lequel une institution habilitée à prendre des décisions est tenue pour responsable de son action.

Stabilité des prix (*Price stability*) : maintenir la stabilité des prix est l'objectif principal de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Le **Conseil des gouverneurs** a publié une définition quantitative de la stabilité des prix afin de donner une orientation claire aux anticipations relatives à l'évolution des prix et de répondre au principe de responsabilité. Le Conseil des gouverneurs a défini la stabilité des prix comme une progression de l'**indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** inférieure à 2 % par an pour la **zone euro**. Il a annoncé que la stabilité des prix, selon cette définition, doit être maintenue à moyen terme. La définition fixe une limite supérieure pour le taux d'inflation mesuré et, parallèlement, l'emploi du terme de « progression » indique que la déflation, c'est-à-dire le recul prolongé du niveau de l'IPCH, ne serait pas jugée compatible avec la stabilité des prix.

Stratégie à deux piliers (*Two-pillar strategy*) : la stratégie de politique monétaire de la **Banque centrale européenne (BCE)** repose sur la définition quantitative de la **stabilité des prix** et sur deux cadres analytiques (« piliers ») qui participent à l'évaluation des risques pesant la stabilité future des prix. Le premier pilier assigne un rôle de premier plan à la monnaie : les évolutions monétaires et du crédit sont analysées de manière approfondie en termes de contenu en informations. Ce pilier recouvre une valeur de référence pour la croissance monétaire et prend en compte un certain nombre de modèles dans lesquels les évolutions monétaires et du crédit jouent un rôle dans la détermination ou l'anticipation des évolutions de prix. Dans le cadre du second pilier, une large gamme d'autres variables économiques et financières sont analysées. Divers modèles sont utilisés dans lesquels les pressions qui s'exercent sur les coûts ainsi que la relation entre l'offre et la demande de biens et de services et les marchés du travail déterminent les évolutions de prix.

Stratégie fondée sur une cible d'inflation (*Inflation targeting*) : stratégie de politique monétaire qui a pour objectif de maintenir la **stabilité des prix** en mettant l'accent sur les écarts des prévisions d'inflation par rapport à une cible d'inflation publiée.

Stratégie fondée sur un objectif de croissance monétaire (*Monetary targeting*) : stratégie de politique monétaire qui a pour objectif de maintenir la **stabilité des prix** en mettant l'accent sur les écarts de la croissance monétaire par rapport à une valeur-cible.

Stratégie fondée sur un objectif de taux de change (Exchange rate targeting): stratégie de politique monétaire qui a pour objectif de maintenir la **stabilité des prix** en mettant l'accent sur un taux de change stable (voire fixe) par rapport à une devise ou un groupe de devises.

Swap (Swap): contrat permettant d'échanger des flux de trésorerie futurs selon une formule définie à l'avance (cf. **Swap cambiste**).

Swap cambiste (Foreign exchange swap): échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme. L'**Eurosystème** peut exécuter des opérations d'*open market* sous la forme de swaps cambistes par lesquels les banques centrales nationales (ou la **Banque centrale européenne (BCE)**) achètent ou vendent de l'**euro** au comptant contre une devise et le revendent ou le rachètent simultanément à terme.

Système européen de banques centrales (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)]: le SEBC se compose de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des banques centrales nationales de chacun des 15 **États membres**, c'est-à-dire qu'il comprend, outre les membres de l'**Euro-système**, les banques centrales nationales des États membres qui n'ont pas encore adopté l'**euro**.

Système européen de comptes 1995 (SEC 95) [European System of Accounts (ESA 95)]: système de définitions et de classifications statistiques uniformes visant à fournir une description quantitative harmonisée des économies des **États membres**. Le SEC est la version, propre à la Communauté, du système de comptabilité nationale des Nations Unies. Le SEC 95 est la version la plus récente du système européen, dont la mise en œuvre a débuté dans le courant de l'année 1999, conformément au règlement du Conseil (CE) n° 2223/96.

Système monétaire européen (SME) [European Monetary System (EMS)]: régime de change instauré en 1979 conformément à la résolution du **Conseil européen** du 5 décembre 1978. Ses procédures de fonctionnement ont été définies dans l'accord du 13 mars 1979 conclu entre les banques centrales des États membres de la Communauté économique européenne (CEE). L'objectif était de favoriser une coopération monétaire plus étroite entre pays de la Communauté, afin d'aboutir à une zone de stabilité monétaire en Europe. Les principales composantes du SME étaient l'**écu**, le mécanisme de change et d'intervention (**MCE**) et divers mécanismes de crédit. Il a cessé d'exister au début de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)** avec la mise en place du MCE II.

Système de transfert de gros montants à règlement brut en temps réel (Target) [Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET)]: système de paiement composé d'un système de règlement brut en temps réel (RBTR) dans chacun des quinze **États membres** et du mécanisme de paiement de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Les systèmes RBTR nationaux et le mécanisme de paie-

ment de la BCE sont reliés entre eux au moyen de procédures communes (mécanisme d'Interconnexion) de manière à permettre le passage, d'un système à l'autre, des transferts transfrontière à travers l'Union européenne.

Taux d'activité (*Labour force participation rate*): rapport entre la population active et la population totale en âge de travailler. La population en âge de travailler correspond aux personnes âgées de 15 à 64 ans. La population active comprend à la fois les salariés et les chômeurs.

Taux de change effectifs (nominaux/réels) [*Effective exchange rates (nominal/real)*]: les taux de change effectifs nominaux consistent en une moyenne pondérée de différents taux de change bilatéraux. Le taux de change effectif nominal de l'euro, calculé par la **Banque centrale européenne (BCE)**, est une moyenne géométrique pondérée des taux de change de l'euro par rapport aux monnaies des treize partenaires commerciaux de la **zone euro**. Les pondérations correspondent au poids de chaque pays dans les échanges commerciaux de la zone euro. Les taux de change effectifs réels sont les taux de change effectifs nominaux corrigés de la différence entre les prix et les coûts en vigueur à l'étranger et les prix et les coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts. Le taux de change effectif réel de l'euro est calculé à partir des indices de prix à la consommation (**l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)**) pour la zone euro et les autres **États membres** de l'UE).

Taux de change effectifs nominaux (*Nominal effective exchange rates*): cf. **Taux de change effectifs (nominaux/réels)**

Taux de change effectifs réels (*Real effective exchange rates*): cf. **Taux de change effectifs (nominaux/réels)**

Taux d'intérêt directeurs de la BCE (*Key ECB interest rates*): taux d'intérêt déterminant l'orientation de la politique monétaire de la **Banque centrale européenne (BCE)** et fixés par le **Conseil des gouverneurs**. Les taux d'intérêt directeurs de la BCE sont le taux d'intérêt appliqué aux **opérations principales de refinancement** (le taux des appels d'offres à taux fixe et le taux de soumission minimal des appels d'offres à taux variable), le taux d'intérêt de la **facilité de prêt marginal** et le taux de la **facilité de dépôt**.

Taux d'intérêt à long terme harmonisés (*Harmonised long-term interest rates*): selon le Protocole n° 21 relatif aux **critères de convergence** présentés à l'article 121 (ex-article 109j) du **Traité**, la convergence des taux d'intérêt doit être mesurée à partir des taux d'intérêt des emprunts publics à long terme ou de titres publics comparables, en tenant compte des différences dans les définitions nationales. **L'Institut monétaire européen (IME)** a donc mené des travaux conceptuels concernant l'harmonisation des statistiques relatives aux taux d'intérêt à long terme et a regroupé les données provenant des banques centrales nationales pour le compte de la **Commis-**

sion européenne (Eurostat). Cette mission a été reprise par la **Banque centrale européenne (BCE).**

Taux de réserves (Reserve ratio): coefficient établi par la banque centrale pour chaque catégorie d'éléments du bilan inclus dans l'**assiette des réserves.** Ces coefficients servent à calculer les **réserves obligatoires.**

Taux de soumission minimal (Minimum bid rate): limite inférieure des taux d'intérêt auxquels les **contreparties** peuvent effectuer des soumissions dans le cadre des appels d'offres à taux variable (cf. **Taux d'intérêt directeurs de la BCE).**

Traité (Treaty): ce terme désigne le traité instituant la Communauté européenne. Signé à Rome le 25 mars 1957, le traité est entré en vigueur le 1^{er} janvier 1958. Il a institué la Communauté économique européenne (CEE), qui est devenue la Communauté européenne (CE), et est souvent désigné sous le terme de « traité de Rome ». Le traité sur l'Union européenne a été signé à Maastricht (d'où son appellation courante de « traité de Maastricht »), le 7 février 1992, et est entré en vigueur le 1^{er} novembre 1993. Il a modifié le traité portant création de la Communauté européenne et a institué l'Union européenne. Le « traité d'Amsterdam », signé à Amsterdam le 2 octobre 1997, est entré en vigueur le 1^{er} mai 1999. Il a modifié tant le traité portant création de la Communauté européenne que le traité sur l'Union européenne. De même, le « traité de Nice », qui a clos la Conférence intergouvernementale de 2000 et a été signé le 26 février 2001, apportera de nouvelles modifications au traité portant création de la Communauté européenne et au traité sur l'Union européenne, une fois qu'il aura été ratifié et sera entré en vigueur.

Traité de Maastricht (Maastricht Treaty): cf. **Traité**

Union économique et monétaire (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)]: le **Traité** distingue trois étapes dans le processus d'Union économique et monétaire de l'Union européenne. La phase I de l'UEM a commencé en juillet 1990 et s'est achevée le 31 décembre 1993: elle a surtout été caractérisée par la levée de tous les obstacles internes à la libre circulation des capitaux au sein de l'Union européenne. La phase II de l'UEM, qui a débuté le 1^{er} janvier 1994, a notamment comporté la création de l'**Institut monétaire européen (IME)**, l'interdiction du financement du secteur public par les banques centrales et de son accès privilégié aux institutions financières, ainsi que le devoir des gouvernements d'éviter les déficits excessifs. La phase III a démarré le 1^{er} janvier 1999, avec le transfert des compétences monétaires à la **Banque centrale européenne (BCE)** et l'introduction de l'**euro.**

Valeur de référence pour la croissance monétaire (Reference value for monetary growth): le **Conseil des gouverneurs** assigne à la monnaie un rôle de premier plan dans la conduite de la politique monétaire unique, ce qui implique que les **agrégats monétaires** et leurs contreparties fassent

l'objet d'une analyse approfondie quant à leur contenu en informations relatives à l'évolution future des prix. À cette fin, une valeur de référence est annoncée pour le taux de croissance de l'agrégat monétaire **M3**. Celle-ci est calculée d'une façon qui soit compatible et qui serve la réalisation de la **stabilité des prix**, telle que définie par le **Conseil des gouverneurs**, et ce, à partir des hypothèses de moyen terme concernant la croissance tendancielle du PIB en volume et la vitesse de circulation tendancielle de M3. Des écarts importants ou persistants de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, indiquer des risques à moyen terme pour la stabilité des prix.

Valeur de référence pour la situation budgétaire (*Reference value for the fiscal position*): Le protocole n° 20 relatif à la **procédure applicable en cas de déficit excessif** fixe des valeurs de référence explicites pour le **ratio de déficit public** (3 % du PIB) et le **ratio de la dette publique** (60 % du PIB) (cf. **Pacte de stabilité et de croissance**).

Zone euro (*Euro area*): zone englobant les **États membres** dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique, conformément au **Traité** et dans lesquels est menée une politique monétaire unique, sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne (BCE)**.

Bibliographie

Chapitre 1

Publications officielles de la BCE

« L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales (SEBC) », *Bulletin mensuel de la BCE*, janvier 1999

« Le cadre institutionnel du Système européen de banques centrales », *Bulletin mensuel de la BCE*, juillet 1999

« *Rapport annuel 1999* », BCE, avril 2000

« *Rapport sur la convergence 2000* », BCE, mai 2000

Autres documents

« *Rapport sur la convergence 1998* », IME, mars 1998

« The road to Monetary Union in Europe: the Emperor, the Kings, and the Genies », par T. Padoa-Schioppa, *Oxford University Press*, 1994

« The European Central Bank, its system and its law » (première partie), par C. Zilioli et M. Selmayr, *Euredia*, 2^e édition, p. 187-230, 1999

« The European Central Bank, its system and its law » (deuxième et troisième partie), par C. Zilioli et M. Selmayr, *Euredia*, 3^e édition, p. 307-364, 1999

Chapitre 2

Publications officielles de la BCE

« La zone euro au début de la phase III », *Bulletin mensuel de la BCE*, janvier 1999

« Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term », BCE, février 1999

« L'activité bancaire dans la zone euro: les caractéristiques et les tendances structurelles », *Bulletin mensuel de la BCE*, avril 1999

« Les bilans des institutions financières monétaires de la zone euro au début de 1999 », *Bulletin mensuel de la BCE*, août 1999

« La zone euro un an après l'introduction de l'euro : principales caractéristiques et modifications de la structure financière », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 2000

« Le commerce extérieur de la zone euro : principales caractéristiques et tendances récentes », *Bulletin mensuel* de la BCE, août 2000

« La zone euro après l'entrée de la Grèce », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 2001

« Les caractéristiques du mode de financement des entreprises dans la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, février 2001

« TARGET: Annual Report », mai 2001

« Le financement et les placements financiers des agents non financiers de la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 2001

Autres documents

« One Market, One Money », *European Economy*, édition spéciale n° 1, Commission européenne, 1990

« Alternative measures of the NAIRU in the euro area : estimates and assessment », par S. Fabiani et R. Mestre, Document de travail de la BCE n° 17, mars 2000

« Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market », par P. R. G. Layard, S. Nickell et R. Jackman, *Oxford University Press*, 1991

« The euro in the global financial market », par C. Noyer, *Economic and Financial Review*, vol. 5, p. 167-175, 1998

« Ageing populations, pension systems and government budgets: Simulations for 20 OECD countries », par D. Roseveare et alii., *Economics Department Working Paper* n° 168, OCDE, 1996

« The impact of the euro on money and bond markets », par J. Santillán, M. Bayle et C. Thygesen, *Études concernant des sujets spécifiques* n° 1, BCE, juillet 2000

Chapitre 3

Publications officielles de la BCE

« La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 1999

« Les agrégats monétaires de la zone euro et leur rôle pour la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel de la BCE*, février 1999

« Statistical information collected and compiled by the ESCB », BCE, mai 2000

« La transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro », *Bulletin mensuel de la BCE*, juillet 2000

« Statistical requirements of the ECB in the field of general economic statistics », BCE, août 2000

« Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel de la BCE*, novembre 2000

« L'établissement de statistiques économiques générales pour la zone euro », *Bulletin mensuel de la BCE*, avril 2001

« A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises », rapport de la BCE, juin 2001

Autres documents

« Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank », par O. Issing, V. Gaspar, I. Angeloni et O. Tristani, 2001

« A money demand system for euro area M3 », par C. Brand et N. Cassola, Document de travail de la BCE n° 39, novembre 2000

« An econometric analysis of the main components of M3 in the euro area », par A. Calza, A. Jung et L. Stracca, *Review of World Economics*, vol. 136, p. 680-701, 2000

« Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area », par A. Calza, C. Gartner et J. Sousa, document de travail de la BCE n° 55, avril 2001

« The demand for M3 in the euro area », par G. Coenen et J.-L. Vega, document de travail de la BCE n° 6, septembre 1999

« De l'IME à la BCE », discours de W. F. Duisenberg à l'occasion du Colloque du Bicentenaire de la Banque de France, Paris, le 30 mai 2000

« Monetary policy under inflation targeting », par E. Domingo-Solans, contribution présentée à la quatrième conférence annuelle du Banco Central de Chile, Santiago du Chili, 2000

« Monetary policy-making under uncertainty », conférence organisée à Francfort sur le Main par la BCE et le *Center for Financial Studies* de l'Université Johann Wolfgang Goethe de Francfort, les 3 et 4 décembre 1999

- « Why price stability? », actes de la première conférence sur l'activité de Banque centrale organisée par la BCE, Francfort sur le Main, 2001
- « Monetary analysis: Tools and applications », actes de la conférence, BCE, Francfort sur le Main, 2001
- « An area-wide model (AWM) for the euro area », par G. Fagan, J. Henry et R. Mestre, document de travail de la BCE n° 42, décembre 2000
- « The Eurosystem: Transparent and Accountable », par O. Issing, *Journal of Common Market Studies*, vol. 37 (3) p. 503-519, 1999
- « The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation », par O. Issing, *Kredit und Kapital*, vol. 15, p. 353-388, 2000
- « Does money lead inflation in the euro area? », par S. Nicoletti-Altimari, document de travail de la BCE n° 63, mai 2001
- « The functional form of the demand for euro area M1 », par L. Stracca, document de travail de la BCE n° 51, mars 2001
- « Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making », par B. Winkler, document de travail de la BCE n° 26, août 2000
- « Responsabilité et transparence des autorités en charge de la politique monétaire », Banque Nationale de Belgique, *Revue économique*, août 2001

Chapitre 4

Publications officielles de la BCE

- « Le cadre opérationnel de l'Eurosystème : description et première évaluation », *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 1999
- « Le passage à la procédure d'appels d'offres à taux variable pour les opérations principales de refinancement », *Bulletin mensuel* de la BCE, juillet 2000
- « La politique monétaire unique en phase III : Documentation générale sur les instruments de politique monétaire et les procédures de l'Eurosystème », BCE, novembre 2000
- « Le dispositif de garanties de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel* de la BCE, avril 2001

Autres documents

- « The supply and demand for Eurosystem deposits the first 18 months », par U. Bindseil et F. Seitz, document de travail de la BCE n° 44, février 2001

- « Main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem », par D. Blenck, contribution à la conférence organisée à Francfort sur le Main par la BCE sur le cadre opérationnel de l'Eurosysteme et les marchés de capitaux les 5 et 6 mai 2000, www.ecb.int
- « Central banking in theory and practice », par A. S. Blinder, MIT Press, 1998
- « Monetary policy operating procedures in industrial countries, Implementation and tactics of monetary policy », par C. Borio, *Conference papers* de la BRI n° 3, p. 286-368, 1997
- « La politique monétaire unique en phase III, définition du cadre opérationnel », IME, janvier 1997
- « The operational framework of the Eurosystem », par S. Hämäläinen, contribution à la conférence organisée à Francfort sur le Main par la BCE sur le cadre opérationnel de l'Eurosysteme et les marchés de capitaux les 5 et 6 mai 2000, www.ecb.int
- « The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy », par M. Manna, H. Pill et G. Quirós, *International Finance*, 4^e édition (I), 2001
- « La politique monétaire à l'heure du marché mondial des capitaux », par P. Cailleteau et T. Grunspan, janvier 1998

Chapitre 5

Publications officielles de la BCE

- « Les décisions de politique monétaire dans le cadre de la stratégie de l'Eurosysteme », chapitre I du Rapport annuel 1999, BCE, 2000
- « Vue d'ensemble : les décisions de politique monétaire en 2000 », chapitre I du Rapport annuel 2000, BCE, 2001

Autres documents

- « Introductory statements delivered at the hearing before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament », par W. F. Duisenberg, les 8 décembre 1998, 18 janvier 1999, 19 avril 1999, 29 novembre 1999, 20 mars 2000, 20 juin 2000, 12 septembre 2000 et 23 novembre 2000
- « The ECB's monetary policy: experience after the first year », par O. Issing, *Journal for Policy Modelling*, vol. 22 (3), p. 325-343, 2000
- « The euro – the experience of the past 2 years », par O. Issing, *Journal of Asian Economics*, vol. 12, p. 1-20, 2001

Index

Accord de pension	33-34, 63, 65, 70, 72, 131
Accord de taux futur	27, 131
Administrations publiques	14, 17-20, 25-26, 28, 131
Agrégats monétaires	32-34, 42, 44, 49, 51, 56, 84, 86, 89, 131
Appel d'offres normal	67-70, 131
Assiette des réserves	71-74, 132
Banque centrale européenne	7, 9-12, 132
Base monétaire	61
Bilan consolidé des IFM	32, 132
Comité économique et financier (CEF)	104-105, 132
Commission européenne	12, 20, 39-40, 53-54, 132
Communauté économique européenne	132-133, 137, 144, 146
Concours	77-78, 84, 86, 89-90
Conseil de l'UE	12, 19-20, 41, 133
Conseil des gouverneurs de la BCE	11, 38, 40-47, 133
Conseil général de la BCE	133
Contrat à terme sur instruments financiers	27-28, 133
Contrepartie	65, 133
Cours pivots bilatéraux	138
Créances	24, 26, 133
Crédit	23, 31, 44, 49, 80, 82, 86, 133
Critères de convergence	9, 133
Demande de monnaie	48-50, 134
Dépôts à terme	33-34, 134
Dépôts à vue	33, 63, 72, 134
Dépôts remboursables avec préavis	33, 134
Directoire de la BCE	11, 135
Écart de production	135
Ecofin	12, 41, 133
Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro – Tempe)	24, 67, 135
Établissement de crédit	22-23, 31-32, 62-63, 68, 71-73, 78-79, 135
État membre	9-12, 17-20, 40, 65-66, 70, 135
Euribor (taux interbancaire offert en euros)	24, 135

Euro	9-10, 136
Eurostat	39-40, 53, 136
Eurosystème	9-10, 136
Facilité de dépôt	63-66, 75-78, 83, 85-86, 136
Facilité de prêt marginal	63-66, 75, 83, 85-86, 136, 145
Facilité permanente	66, 75, 136
Garantie	63, 65, 136
Grandes orientations de politique économique	41, 136
Indépendance de la banque centrale	11-12, 57-58, 137
Indicateurs avancés	43, 49, 56, 137
Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)	38-39, 53, 86, 137
Institut monétaire européen (IME)	40, 137
Institutions financières monétaires (IFM)	23-36, 137
Investissement	17, 25, 44, 138
M1	33, 51, 85, 87, 138
M2	33-34, 138
M3	33-34, 49-51, 84, 86-87, 89-90, 138
Marché boursier	30-31, 138
Marché d'instruments dérivés	28, 138
Marché de capitaux	22-24, 27, 39, 52, 65, 86-87, 138
Marché des titres de créance	28-30, 138
Marché des titres de participation	30, 138
Marché monétaire	24-28, 31-35, 42-43, 46, 61-83, 138
Marché obligataire	29, 138
Mécanisme de transmission	37, 41-44, 46-47, 49, 56-57, 62, 139
Monnaie fiduciaire	33-34, 139
Neutralité de la monnaie	42, 139
Opération d' <i>open market</i>	61-77, 80, 139
Opération de cession temporaire	63, 69-70, 139
Opération de refinancement à plus long terme	67-69, 77, 80, 140
Opération de réglage fin	67, 69-71, 77-78, 80, 140
Opération ferme	69-71, 139
Opération principale de refinancement	42, 63-69, 75-89, 140
Option	27, 140
Pacte de stabilité et de croissance	17, 19, 140
Parlement européen	12, 58-59, 141

Période de constitution des réserves	73-76, 141
Phase III de l'UEM	7-8, 17, 19, 24, 28, 49, 61, 66, 72-73, 80, 83-84, 141
Prise en pension (<i>repo</i>)	141
Procédure applicable en cas de déficit excessif	19, 98-99, 141
Programmes de stabilité	19, 142
Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème	54-56, 142
Ratio de déficit	18-19, 142
Ratio de la dette publique	18, 142
Réserves obligatoires	65-66, 71-75, 143
Responsabilité	12, 39, 57-58, 143
Stabilité des prix	7, 9-13, 17, 20, 37-59, 61, 83-91, 143
Stratégie à deux piliers	37, 60, 143
Stratégie fondée sur un objectif de croissance monétaire	48-49, 60, 143
Stratégie fondée sur un objectif de taux de change	49, 144
Stratégie fondée sur une cible d'inflation	48-49, 59, 143
Swap	24, 28, 64, 69-70, 78, 144
Swap cambiste	64, 69-70, 78, 144
Système de transfert de gros montants à règlement brut en temps réel (Target)	24, 144
Système européen de banques centrales (SEBC)	9-10, 144
Système européen de comptes 1995 (SEC 95)	144
Système monétaire européen (SME)	49, 144
Taux d'activité	14, 16, 145
Taux d'intérêt à long terme harmonisés	145
Taux d'intérêt directeurs de la BCE	64-68, 86-91, 145
Taux de change effectifs	145
Taux de change effectifs nominaux	21-22, 145
Taux de change effectifs réels	21-22, 145
Taux de réserves	72-73, 146
Traité	7, 9-12, 19-20, 37-39, 42, 58-59, 62, 93-110, 146
Transparence	32, 37, 39, 57-59, 62
Union économique et monétaire (UEM)	7, 146
Unité de compte européen (Écu)	135
Valeur de référence pour la croissance monétaire	49-51, 83-87, 146
Valeur de référence pour la situation budgétaire	19, 147
Zone euro	9-10, 13-36, 147