



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEMÈME

1998 - 2008

BULLETIN MENSUEL 10^E ANNIVERSAIRE DE LA BCE

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
LES DIX PREMIÈRES ANNÉES



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME



BULLETIN MENSUEL 10^E ANNIVERSAIRE DE LA BCE

En 2008, toutes les publications de la BCE comportent un motif figurant sur le billet de 10 euros.



© Banque centrale européenne, 2008

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 13 44 0

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Télécopie

+49 69 13 44 60 00

Le présent Bulletin a été préparé sous la responsabilité du Directoire de la BCE. Les traductions sont effectuées et publiées par les banques centrales nationales (la version française de ce Bulletin a été réalisée par la Banque nationale de Belgique et la Banque de France).

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

Photographies :

*ESKQ
EUMETSAT
Claudio Hils
Martin Joppen*

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 9 avril 2008.

ISSN 1561-0136 (version papier)
ISSN 1725-2822 (internet)



TABLE DES MATIÈRES

AVANT-PROPOS	5	Encadrés :	
	1	La modélisation de l'économie de la zone euro	36
CONTEXTE HISTORIQUE	8	2 Outils et canaux clés de communication utilisés par la BCE	50
INTRODUCTION	11	3 Le dispositif de garanties de l'Eurosysteme	54
LE CADRE INSTITUTIONNEL ET LE FONCTIONNEMENT DE LA ZONE EURO	21	4 Le mécanisme de transmission de la politique monétaire	59
LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE ET SA MISE EN ŒUVRE	33	5 Comprendre la persistance de l'inflation et les déterminants de la dynamique des salaires	82
LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE ET L'ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO	67	6 Conclusions préliminaires des travaux de la BCE sur le développement financier	108
INCIDENCE DE L'EURO SUR LES ÉCHANGES ET LES FLUX DE CAPITAUX ET RÔLE INTERNATIONAL DE L'EURO	91	7 Le rôle de l'indice des prix à la consommation harmonisé	141
L'INTÉGRATION FINANCIÈRE	105		
LA STABILITÉ ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES	123		
LES STATISTIQUES	139		
LES BILLETS EN EUROS, UN SYMBOLE TANGIBLE D'INTÉGRATION	145		
CONCLUSION	151		
ANNEXE			
Dix ans de statistiques de la zone euro et comparaison avec les autres grandes zones économiques	155		

ABRÉVIATIONS

PAYS

BE	Belgique	LU	Luxembourg
BG	Bulgarie	HU	Hongrie
CZ	République tchèque	MT	Malte
DK	Danemark	NL	Pays-Bas
DE	Allemagne	AT	Autriche
EE	Estonie	PL	Pologne
IE	Irlande	PT	Portugal
GR	Grèce	RO	Roumanie
ES	Espagne	SI	Slovénie
FR	France	SK	Slovaquie
IT	Italie	FI	Finlande
CY	Chypre	SE	Suède
LV	Lettonie	UK	Royaume-Uni
LT	Lituanie	JP	Japon
		US	États-Unis

AUTRES

AIF	Autres intermédiaires financiers
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BRI	Banque des règlements internationaux
CAF	Coût, assurance et fret à la frontière de l'importateur
CTCI Rév. 3	Classification type pour le commerce international (3 ^e version révisée)
CUMIM	Coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière
cvs	Corrigé des variations saisonnières
EUR	Euro
FAB	Franco à bord à la frontière de l'exportateur
FBCF	Formation brute de capital fixe
FMI	Fonds monétaire international
HWWI	Institut de recherches économiques de Hambourg
IFM	Institution(s) financière(s) monétaire(s)
IME	Institut monétaire européen
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Indice des prix à la production
NACE Rév. 1	Nomenclature générale des activités économiques dans les Communautés européennes
NEM	Nouveaux États membres
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIT	Organisation internationale du travail
PIB	Produit intérieur brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes nationaux 1995
TCE	Taux de change effectif
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire

Ainsi qu'il est d'usage dans la Communauté, les pays de l'Union européenne sont énumérés dans ce *Bulletin* en suivant l'ordre alphabétique de leur nom dans la langue nationale.

AVANT-PROPOS



La Banque centrale européenne (BCE) a été fondée le 1^{er} juin 1998 et est devenue la banque centrale indépendante en charge de la monnaie unique européenne, l'euro, qui a été introduit en janvier 1999. Une monnaie unique au sein d'un groupe de pays ne saurait exister qu'avec une banque centrale commune et un système commun de banques centrales. La BCE et le Système européen de banques centrales (SEBC) — qui comprend la BCE et les banques centrales de tous les États membres de l'Union européenne (UE) — ont ainsi reçu pour mission de maintenir la stabilité des prix et de préserver la crédibilité de l'euro.

En décidant, en mai 1998, que onze États membres de l'UE satisfaisaient aux critères d'adoption de l'euro, le Conseil européen a pris l'une des décisions les plus importantes de l'histoire de l'intégration européenne. Cet événement historique a été rendu possible par la signature, en 1992, du traité de Maastricht qui définit le cadre institutionnel du SEBC et transfère les décisions de politique monétaire au niveau supranational, en les mettant à l'abri de toute pression, y compris de la part des gouvernements, et en garantissant

ainsi l'indépendance totale de la BCE. Le Traité lui a également conféré le droit exclusif d'autoriser l'émission de billets.

Le traité de Maastricht a été négocié et ratifié par les parlements nationaux sur la base de l'hypothèse selon laquelle tous les États membres de l'UE ont vocation à adopter l'euro le moment venu et que le SEBC s'acquittera donc de toutes les missions liées à la monnaie unique. En attendant, ce rôle est dévolu à l'Eurosystème qui regroupe, au sein du SEBC, la BCE et les banques centrales des pays de la zone euro. Le principal organe de décision de l'Eurosystème est le Conseil des gouverneurs de la BCE qui comprend les six membres du Directoire de la BCE et les gouverneurs des banques centrales nationales (BCN) des pays de la zone euro.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a défini la stabilité des prix comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro et annoncé que son objectif était de maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme. La stabilité des prix a été globalement assurée pendant près de dix ans, même si, à cause de la forte hausse des prix mondiaux des matières premières — sur laquelle la politique monétaire n'a aucune influence directe — qui a affecté l'Europe et le reste du monde, le taux d'inflation depuis l'adoption de l'euro est légèrement supérieur à 2 % en moyenne. Il s'agit là d'un résultat remarquable, compte tenu de tous les chocs qui se sont produits au cours de cette période et du fait qu'au cours des décennies qui ont précédé le passage à l'euro, le taux d'inflation des pays qui l'ont adopté a été nettement supérieur à celui de la zone euro au cours de ces dix dernières années.

La stabilité des prix est cruciale, non seulement car elle permet de préserver la valeur des revenus de tous et notamment de nos concitoyens les plus vulnérables, mais également parce qu'elle constitue — avec la crédibilité de son maintien à moyen terme — l'une des conditions préalables à toute croissance durable et créatrice d'emplois. La BCE a ainsi réussi, en ancrant les anticipations d'inflation à de faibles niveaux, en ligne avec sa définition de la stabilité des prix, à réduire la prime de risque



d'inflation et, partant, à assurer un environnement financier propice à la croissance et à la création d'emplois. Fin 2007, la zone euro avait créé plus de quinze millions d'emplois depuis le passage à l'euro et le taux de chômage était à son plus bas niveau depuis le début des années quatre-vingt.

L'euro joue un rôle très important dans le bon fonctionnement d'un grand marché à l'échelle de l'Europe et donc dans la réalisation du Marché unique. L'euro a également contribué à protéger l'économie de la zone euro des nombreux chocs de l'économie mondiale et des importantes perturbations de ces dernières années.

Cette réussite a demandé du temps et un engagement exceptionnel, dans la mesure où la BCE s'est trouvée dans une situation inédite dans laquelle elle devait prendre des décisions d'une importance et d'une complexité considérables et les mettre en œuvre avec l'ensemble des membres de l'Eurosystème (les banques centrales nationales de la zone euro). Nous avons ainsi dû appréhender, entre mille autres tâches, la façon dont cette nouvelle union monétaire allait fonctionner une fois créée ou encore les mécanismes économiques complexes à l'œuvre dans une grande zone économique évoluant vers une unification économique et monétaire intégrale.

Ce numéro spécial dresse un bilan du travail réalisé par la BCE au cours de ces dix années capitales, analyse les principales difficultés rencontrées au cours de cette période et examine également les défis auxquels la BCE et la zone euro sont confrontées alors qu'elles entament la deuxième décennie de leur existence.

Les tout premiers défis consistent à rendre la zone euro plus flexible et plus facilement capable de s'adapter grâce à des politiques structurelles et budgétaires plus efficaces ainsi qu'à augmenter son potentiel de croissance. Nous devons être en mesure de comprendre à tout moment les évolutions économiques en cours et d'adapter nos outils d'analyse à ces évolutions afin de pouvoir déceler les facteurs susceptibles d'alimenter l'inflation future. Pour rester crédible, notre politique monétaire doit demeurer constamment vigilante afin de maintenir

les anticipations d'inflation en ligne avec notre définition de la stabilité des prix. Nous devons également définir les modalités permettant de nous préparer au mieux aux élargissements futurs de la zone euro.

Les résultats de ces dix dernières années sont dus au discernement et à la ténacité des membres du Conseil des gouverneurs qui se sont succédé au cours de cette période et à l'énergie et au dévouement de tout le personnel de l'Eurosystème. Je voudrais profiter de cette occasion particulière pour adresser mes remerciements les plus sincères à tous ceux qui ont permis de construire l'euro sur des bases solides. La monnaie unique est devenue un symbole de fierté pour un continent dont la stature internationale s'est considérablement accrue.

L'Eurosystème constitue une véritable équipe au service de 320 millions de citoyens qui vivent dans les quinze pays ayant décidé d'unir leur destinée. L'euro est notre monnaie et les citoyens européens savent que nous sommes fidèles à la mission qu'ils nous ont confiée.

Je tiens à exprimer ici ma profonde gratitude à tout le personnel de la BCE et des BCN pour leur contribution exceptionnelle qui a rendu possible cette publication.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'J. Trichet', with a stylized flourish on the left side.

Jean-Claude Trichet, président de la BCE



Le Directoire en juin 1998 :

Au deuxième rang (de gauche à droite) :
Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing,
Eugenio Domingo Solans

Au premier rang (de gauche à droite) :
Christian Noyer (vice-président),
Wim F. Duisenberg (président),
Sirikka Hämäläinen



Le Directoire en juin 2008 :

Au deuxième rang (de gauche à droite) :
Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

Au premier rang (de gauche à droite) :
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (président),
Lucas D. Papademos (vice-président)

CONTEXTE HISTORIQUE

L'intégration monétaire européenne remonte au début des années soixante. C'est en effet à cette époque que les six membres de la Communauté économique européenne (CEE) ont commencé à coopérer dans le domaine monétaire. C'est également à cette époque que la première proposition d'union économique et monétaire européenne a vu le jour. Elle envisageait de transformer la zone de libre échange instituée par le traité de Rome en union économique avant la fin des années soixante. Le système monétaire international étant demeuré stable au cours des sept années suivantes, cette proposition n'a toutefois pas été suivie d'effets. Ce n'est qu'en 1969, à la suite d'une série de crises des taux de change et de balances des paiements, que les dirigeants des six pays membres de la CEE ont décidé d'élaborer un projet d'union économique et monétaire qui a donné lieu, en 1970, au « Rapport Werner » qui envisageait de réaliser cette union en trois étapes à l'horizon de 1980. Bien que ce projet ambitieux ait été abandonné à la suite de l'effondrement, en 1971, du système des parités fixes de Bretton Woods, les pays européens, conscients que les fluctuations incontrôlées des taux de change de leurs monnaies risquaient de nuire à la poursuite de l'intégration des échanges commerciaux, ont mis en place une première étape en 1972 avec la création du « serpent monétaire », dont l'objectif était de stabiliser les cours de change de différentes monnaies européennes. Le serpent n'a pas survécu aux soubresauts monétaires et à la récession mondiale qui ont suivi le premier choc pétrolier en 1973. En 1977, après un certain nombre de sorties et d'entrées de devises, le serpent était réduit à la « zone mark » englobant l'Allemagne, le Benelux et le Danemark.

La France et l'Allemagne ont relancé le projet d'intégration monétaire en 1979 avec la création du Système monétaire européen (SME). Le SME est resté en vigueur jusqu'à l'adoption de l'euro en 1999. Son rôle principal consistait à assurer la coordination des politiques monétaires et la convergence afin de stabiliser les prix et les taux de change. Au cours de cette période, les relations entre banques centrales ont été renforcées, les réalignements de taux de change ont été subordonnés à l'engagement des États de faire converger leurs politiques économiques afin de réduire la fréquence

et les incidences de dévaluations brutales (qui ont néanmoins eu lieu de temps à autre), le contrôle des changes a été aboli, des politiques monétaires visant à réduire de manière significative les taux d'inflation ont été mises en place dans chaque pays et l'intégration économique a réalisé des avancées significatives. Ces années d'apprentissage ont été précieuses et ont permis, notamment, de mesurer l'importance d'une convergence nominale et d'une discipline budgétaire durables.

La réalisation de l'union économique et monétaire européenne a fait l'objet de nouveaux débats à la fin des années quatre-vingt. Le Conseil européen a chargé une commission d'experts présidée par Jacques Delors de faire des propositions en ce sens. Le « Rapport Delors » sur l'Union économique et monétaire (UEM) qui en a résulté a défini les grandes lignes du traité de Maastricht qui a été signé par les chefs d'État et de gouvernement des États membres de l'UE en 1992 et ratifié par l'ensemble des pays membres en 1993. C'est ce traité qui a servi de fondement juridique à l'introduction de la monnaie unique moins de dix ans plus tard. Cette période a été mise à profit pour accélérer le processus de convergence et pour adopter les dispositifs institutionnels requis. L'Institut monétaire européen (IME), fondé en 1994, a préparé le cadre réglementaire, organisationnel et logistique du nouveau système de banque centrale supranationale qui a permis de créer la BCE et le SEBC, leur a permis de fonctionner de manière satisfaisante et d'introduire la monnaie unique.

En mai 1998, le Conseil de l'Union européenne a considéré que onze États membres de l'UE satisfaisaient aux critères de convergence, c'est-à-dire à toutes les conditions requises pour adopter l'euro. La BCE et le SEBC ont été créés le 1^{er} juin. En attendant que tous les membres de l'UE adoptent l'euro, c'est l'Eurosystème — qui comprend la BCE et les banques centrales des pays de la zone euro — qui joue un rôle clef.

La Banque centrale européenne et l'Eurosystème ont dû relever dès le départ des défis considérables. La BCE a dû, en particulier, en tant que nouvelle institution, montrer qu'elle était crédible et convaincre le public et les marchés financiers qu'elle

maintiendrait la stabilité des prix. Elle a également dû, en tant qu'institution entièrement nouvelle, mettre au point un cadre de coopération efficace avec les BCN au sein de l'Eurosystème. Ces tâches étaient compliquées par le caractère entièrement nouveau de l'environnement institutionnel et économique. En effet, avec l'euro naissait une nouvelle entité économique et financière assortie de spécificités qui n'avaient fait l'objet d'aucun examen approfondi et de conséquences qui n'avaient pas été complètement analysées.

Ce numéro spécial du *Bulletin mensuel* consacré à notre 10^e anniversaire ne dresse pas seulement un bilan de l'action et des résultats obtenus de la BCE et de l'Eurosystème au cours de ces dix années capitales, il se penche également sur les nombreux défis et les perspectives qui se présentent dans les domaines de responsabilité de la BCE. Deux aspects ressortent clairement de cette analyse du travail accompli par la BCE et l'Eurosystème :

- Premièrement, l'intégration monétaire a progressé au cours de ces années au même rythme que l'intégration économique. L'évolution de l'Europe vers l'UEM, dans la mesure où elle repose sur le principe d'un marché unique constitué de pays souverains, est en réalité sans précédent historique. Il est différent à bien des égards de l'expérience de la plupart des unions monétaires réalisées dans le passé, celles-ci ayant été précédées d'une union politique (un État-Nation) qui a ouvert la voie à un marché unique homogène pour les entreprises et les ménages. L'euro ne peut avoir selon nous que des effets bénéfiques sur la poursuite de l'intégration économique et financière. Cet aspect des choses est développé de manière approfondie aux chapitres 4, 5 et 6 qui sont, respectivement, consacrés à l'intégration de l'économie réelle, aux progrès de l'ouverture aux échanges et à l'intégration des marchés de capitaux.
- Deuxièmement, les décisions de l'Eurosystème sont prises de manière centralisée et sont mises en œuvre de façon décentralisée. La décentralisation de l'Eurosystème présente trois principaux avantages. Le premier est

que la BCE bénéficie de l'expertise, de l'infrastructure et des capacités opérationnelles des BCN de l'Eurosystème. Le deuxième est que les BCN facilitent la communication entre la BCE et l'ensemble des citoyens de la zone euro puisqu'elles s'expriment dans la (les) langue(s) de leur pays et en connaissent la (ou les) culture(s). Le troisième est que les BCN permettent aux établissements de crédit de chaque pays d'accéder au réseau de banque centrale, ce qui est important compte tenu de la dimension de la zone euro et de la nature ancienne des relations entre le système bancaire propre à chaque pays et sa BCN. Ce dispositif a particulièrement bien fonctionné au cours des dix dernières années et a également permis de réussir l'élargissement de l'Union européenne et de la zone euro.

Ces dix années sont passées très vite et la BCE a atteint un haut niveau de crédibilité internationale. Celle-ci devra être maintenue pour relever tous les défis qui s'annoncent au moment où la zone euro entame la deuxième décennie de son existence. Dans ce numéro spécial de notre *Bulletin mensuel* consacré au 10^e anniversaire de la BCE, nous montrons qu'à bien des égards notre destinée est désormais commune.

LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES (SEBC)



L'EUROSYSTÈME





I INTRODUCTION

« ... faire travailler les hommes ensemble, leur montrer qu'au-delà de leurs divergences ou par-dessus les frontières ils ont un intérêt commun. »

Jean Monnet

Ce numéro spécial du *Bulletin mensuel* est consacré aux dix premières années d'activité de la Banque centrale européenne (BCE) et de l'Eurosystème, qui réunit la BCE et les banques centrales des pays membres de l'Union européenne ayant déjà adopté l'euro. Il explique comment cette nouvelle institution et ce nouveau système ont fonctionné pendant ces dix années fertiles en événements et se penche sur les défis à relever au cours des dix prochaines années et au-delà.

La BCE remplit son objectif principal qui consiste à maintenir la stabilité des prix et sa politique monétaire est crédible et bien comprise. Si fixer la politique monétaire de l'euro constitue la mission la plus visible de la BCE, ce n'est certainement pas la seule. Pour remplir son objectif, la BCE doit remplir différents rôles et fonctions, qui pour certains, lui ont été conférés par le traité de Maastricht, tandis que d'autres sont venus compléter le dispositif de la politique monétaire unique. Ce numéro spécial permet à cet égard de mieux appréhender les différentes autres missions de la BCE et de l'Eurosystème.

La création de la BCE et du SEBC ainsi que l'introduction de l'euro ont entraîné la mise en place d'un nouveau cadre institutionnel pour l'Union économique et monétaire (UEM) qui conjugue une politique monétaire centralisée à des politiques budgétaires et structurelles décentralisées. Le chapitre 2 explique comment les compétences de politique monétaire unique ont été transférées à l'échelon supranational (communautaire). Pour ce faire, le traité de Maastricht confère à la nouvelle institution en charge de la politique monétaire, la BCE, un statut lui garantissant un degré élevé d'indépendance qui combine indépendance institutionnelle, personnelle, financière et opérationnelle. Le traité de Lisbonne qui vient d'être signé mentionne la BCE parmi les institutions de l'Union, ce qui traduit bien le fait que la politique monétaire est indivisible et que les banques centrales doivent être indépendantes pour maintenir la stabilité des prix. Les politiques budgétaires sont, en revanche, mieux définies au niveau national — sous réserve de respecter les critères du Pacte de stabilité et de croissance — si l'on veut qu'elles respectent les particularités et le cadre institutionnel de chaque pays. Les politiques structurelles sont, elles aussi, définies au niveau national, mais sont soumises au contrôle des autres pays membres et doivent être coordonnées dans le cadre de la stratégie de Lisbonne.

Le nouveau cadre institutionnel de l'UEM fixe des procédures de coordination appropriées qui tiennent compte de la plus grande interdépendance des pays de la zone euro. La BCE et l'Eurosystème doivent par conséquent échanger des informations et coordonner leurs activités avec plusieurs autres institutions et organes européens tels que le Conseil qui réunit les ministres des Finances (le Conseil Ecofin) et ses divers comités préparatoires, l'Eurogroupe et d'autres encore. La BCE doit, en outre, rendre compte de ses activités devant le Parlement européen. Depuis septembre 1998, ce système fonctionne bien, même si les politiques définies au niveau national devraient davantage prendre en compte les exigences communautaires au fur et à mesure que l'intégration de la zone euro se renforce.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE est responsable de la définition de la politique monétaire de la zone euro et des grandes lignes de sa mise en œuvre. C'est précisément ce qu'il a fait en octobre 1998, lorsqu'il a publié sa stratégie de politique monétaire conçue pour réaliser son objectif prioritaire qui est le maintien de la stabilité des prix telle que définie par le traité de Maastricht. Cette stratégie — qui a été précisée en 2003 — comprend deux volets : le premier étant la définition quantitative de la stabilité des prix et le second étant constitué par les deux piliers. Le premier fixe pour objectif à la BCE de maintenir le taux d'inflation de la zone euro à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme, tout le monde s'accordant en effet sur le fait que la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter au

La BCE a un objectif principal : la stabilité des prix.

Le cadre institutionnel de l'UEM conjugue une politique monétaire centralisée à...

... des politiques budgétaires et structurelles décentralisées...

... et nécessite davantage d'échanges d'information et de coordination.

Le Conseil des gouverneurs définit la politique monétaire.



**Un cadre d'analyse
à deux piliers
pour la zone euro**

**L'Eurosystème a nécessité
un travail préparatoire
sans précédent.**

**Des réformes économiques
sont indispensables
au bon fonctionnement
de la zone euro.**

**L'impact économique de
l'Union monétaire**

Le bien-être économique est le maintien de la stabilité des prix. Le second volet est constitué par le dispositif à deux piliers qui comprend l'analyse économique et l'analyse monétaire, chacune étant indispensable à l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix. L'analyse économique s'appuie sur une large batterie d'indicateurs économiques et financiers permettant de prévoir l'évolution des prix à court et moyen termes, tandis que l'analyse monétaire permet d'apprécier les tendances à moyen et long termes de l'inflation et assigne ainsi un rôle prééminent à la monnaie et au crédit. Ce dispositif permet de mieux structurer l'analyse interne et d'améliorer la communication auprès du grand public et des marchés.

Le chapitre 3 examine en détail les principales particularités et caractéristiques de la stratégie de politique monétaire de la BCE et de sa mise en œuvre depuis l'introduction de l'euro en 1999. Il met en avant l'énorme travail qui a été nécessaire pour que l'Eurosystème puisse fonctionner et notamment pour mettre en place l'infrastructure nécessaire à la mise en œuvre de la politique monétaire unique. La BCE a dû, elle aussi, mettre en place sa propre structure et son propre mode de fonctionnement. Ce chapitre explique également comment la BCE et l'Eurosystème ont dû commencer à fonctionner sans savoir exactement comment la zone euro allait opérer une fois l'intégration monétaire réalisée. Il n'est jamais facile de mener une politique monétaire, même en temps normal, mais assurer le passage inédit à une politique monétaire supranationale entièrement nouvelle à partir de politiques monétaires nationales éprouvées relève véritablement de l'exploit. Dès le départ, des investissements considérables ont été consacrés à la recherche, aux études et aux statistiques et aujourd'hui encore, les modèles et outils les plus variés continuent d'être développés, qui permettent d'obtenir des informations en temps réel. La plus grande partie des analyses sont rendues publiques et sont soumises à un examen collégial, dans l'intérêt général.

Le chapitre 4 est consacré aux questions de politique économique et aux performances macroéconomiques de la zone euro. L'analyse des tendances de l'économie réelle et des politiques économiques répond à différents besoins : elle contribue par exemple à l'analyse mentionnée ci-dessus dans le cadre de la stratégie à deux piliers et à l'analyse du processus de transmission monétaire, elle permet également d'identifier les tendances économiques dont les politiques structurelles et budgétaires — ainsi que l'évolution de l'économie mondiale — sont les principales responsables, ainsi que leur impact sur l'inflation. Ce chapitre se penche, en particulier, sur l'évolution de la croissance et de la productivité ainsi que des marchés du travail au cours des dix dernières années. Il convient de noter à cet égard qu'au cours de cette période, l'UEM a permis dans l'ensemble une forte croissance de l'emploi. En fin de chapitre, des faits stylisés sur les différentiels de croissance et d'inflation entre les pays de la zone font suite à une présentation des politiques budgétaires mises en œuvre.

Un certain nombre d'enseignements peuvent être tirés de ce chapitre. À l'avenir, des réformes structurelles et des politiques budgétaires saines sont indispensables au maintien de la stabilité macroéconomique de la zone euro et à l'obtention de résultats positifs dans des domaines tels qu'un niveau d'emploi et de croissance élevé, la baisse du taux de chômage naturel, la réduction des différentiels de prix, de coûts et de taux de croissance entre les différents pays. Les écarts de coûts et d'inflation dus à des évolutions salariales inadéquates et à des rigidités budgétaires et structurelles se traduisent généralement par des pertes de compétitivité et par des effets négatifs sur le niveau de l'emploi et de la croissance. Pour que les ajustements nécessaires en cas de choc s'effectuent correctement, les marchés de l'emploi et des biens doivent être plus flexibles, l'achèvement du Marché unique doit être mené à bien et les politiques budgétaires des différents pays doivent être appropriées et soutenables. Enfin, les pays qui souhaitent adopter l'euro seraient bien avisés d'intégrer ces problèmes dans leur processus de convergence s'ils veulent être prêts lorsqu'ils rejoindront la zone euro.

L'euro modifie progressivement l'économie des pays de la zone euro. Pour les entreprises, certains coûts comme ceux des opérations de change ou de couverture contre les fluctuations des cours de change

ont considérablement baissé ou même complètement disparu. Les coûts liés à l'information, comme la nécessité de comparer les prix des biens et des services entre les différents pays, baissent également. L'euro devrait également stimuler le Marché unique — en éliminant les derniers obstacles à la circulation des biens, des services et des personnes — en améliorant la transparence des prix et en décourageant les comportements de discrimination par les prix, réduisant ainsi la fragmentation du marché et renforçant la concurrence. L'euro est également plus efficace que les différentes monnaies qu'il a remplacées en tant que monnaie d'échange et unité de compte. Dans ce numéro spécial du *Bulletin mensuel*, nous nous penchons sur les différentes manières dont l'euro contribue à faire évoluer les marchés de capitaux et les performances macroéconomiques en Europe. Ces évolutions prendront évidemment du temps et se dérouleront probablement sur plusieurs dizaines d'années.

La dimension internationale de l'euro permet déjà de mesurer l'évolution en cours. Le chapitre 5 considère cette évolution dans quatre domaines : les échanges de biens et services, les mouvements de capitaux, le rôle international de l'euro et les relations de la BCE avec les pays tiers et les institutions et organismes internationaux. Nous nous penchons également sur l'évolution des relations entre les différents pays de la zone euro et entre celle-ci et le reste du monde (extra-zone euro). L'observation empirique comme l'analyse économique montrent que l'euro favorise les échanges commerciaux, les investissements directs étrangers (IDE) et les investissements de portefeuille entre les différents pays de la zone euro. C'est un peu comme si la zone euro investissait en elle-même. L'euro non seulement favorise le commerce intra-zone, mais il renforce également la concurrence et la convergence des prix au sein de la zone euro. Il permet par ailleurs d'améliorer l'efficacité économique des pays investisseurs comme celle des pays d'accueil grâce à une meilleure allocation des capitaux, dans le secteur manufacturier notamment. En favorisant le développement des mouvements de capitaux entre pays membres de la zone euro, il permet en outre de diversifier les risques liés aux investissements et à la consommation. Ces effets devraient se poursuivre. La dimension internationale de l'euro et son rôle de monnaie de réserve et de transaction s'accroissent de plus en plus. L'euro est devenu la seconde monnaie internationale après le dollar des États-Unis, dont la zone d'influence mondiale est plus étendue.

Au cours de ces dix dernières années, la BCE et le SEBC ont été particulièrement attentifs au bon fonctionnement du système financier. Les banques centrales ont intérêt à ce que le système financier soit stable, et ce, pour deux raisons essentielles. En premier lieu, pour qu'elles puissent réaliser leur objectif principal de stabilité des prix, le système financier doit fonctionner de manière satisfaisante. Le système financier étant la principale courroie de transmission de la politique monétaire unique, un système financier intégré, stable et efficace est indispensable pour que les impulsions de la politique monétaire se diffusent efficacement à l'ensemble de la zone euro. Les banques centrales sont en outre responsables du bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement et cet objectif est étroitement associé à la sécurité et à l'efficacité de l'ensemble du système financier. En second lieu, le bon fonctionnement du système financier permet une allocation plus efficace des ressources financières dans le temps et l'espace, contribuant ainsi à une croissance plus forte et plus durable. Cela constitue un objectif important des politiques publiques, qui bénéficie du soutien actif des banques centrales.

La zone euro est, par nature, plurinationale. L'un des principaux objectifs de l'Eurosystème, depuis sa création, est d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers afin de favoriser l'intégration financière de l'Europe. Le chapitre 6 est consacré aux progrès réalisés en matière d'intégration financière depuis l'introduction de l'euro, aux principaux éléments moteurs et obstacles rencontrés dans ce domaine ainsi qu'à la contribution de la BCE et de l'Eurosystème au processus d'intégration. Il met en avant le quadruple rôle de la BCE et l'Eurosystème dans l'accélération du processus d'intégration financière : (1) d'approfondissement des connaissances, de sensibilisation et de suivi des étapes de l'intégration (2) de catalyseur des initiatives des marchés en faveur de l'intégration financière comme, par exemple, à

La dimension internationale de l'euro

La BCE et le SEBC suivent de près le fonctionnement du système financier.

L'Eurosystème œuvre à la promotion de l'intégration financière...

travers la création de l'espace unique de paiements en euros (SEPA), (3) de formulation d'avis en matière de législation et de réglementation de l'UE sur les services financiers et (4) de prestataire de services de banque centrale comme, par exemple, les systèmes RTGS de paiements en euros (TARGET) et de traitement transfrontière des garanties (CCBM) ou encore le projet TARGET2-*Securities* qui étudie les modalités de règlement des opérations sur titres en monnaie de banque centrale.

... et de la stabilité financière.

Le chapitre 7 est consacré à l'analyse d'une autre mission essentielle de l'Eurosystème : le maintien de la stabilité financière. Cette mission a pris une importance croissante au cours des dernières années dans la mesure où le secteur financier s'est développé nettement plus rapidement que la sphère réelle et où le rôle économique de la stabilité financière s'est partant accru. Si la stabilité des prix constitue la contribution la plus importante de l'Eurosystème à la stabilité financière, il y contribue également de deux façons distinctes. En premier lieu, l'Eurosystème conduit certaines tâches relatives à la stabilité financière au niveau de la zone euro, notamment le suivi et l'évaluation de celle-ci (publication semestrielle de la *Financial Stability Review* de la BCE), ainsi que des opérations effectuées sur les marchés afin de faire face aux chocs et de réduire les tensions sur le marché monétaire de la zone euro. Ensuite, l'Eurosystème participe à la définition des politiques suivies en matière de stabilité financière par les autorités et organes compétents au niveau national et de l'UE, sous trois formes : (i) aider ces autorités dans le suivi et l'évaluation de la stabilité financière, (ii) donner des avis en matière de réglementation et de supervision, (iii) contribuer à la gestion des crises financières. Il assume en outre la responsabilité directe de la surveillance des infrastructures de marché et, en particulier, des systèmes de paiement. Le chapitre 7 décrit les responsabilités de l'Eurosystème et les principaux résultats obtenus dans le domaine de la stabilité financière et de la surveillance du système financier.

Des statistiques fiables sont indispensables à une analyse approfondie.

Le chapitre 8 insiste sur l'importance pour la zone euro de disposer de statistiques de très grande qualité et sur la nécessité pour la BCE de disposer rapidement d'un grand nombre de statistiques monétaires, financières et économiques fiables et cohérentes pour pouvoir remplir ses missions et, en particulier, évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix. Ce chapitre traite également de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) utilisé par la BCE pour mesurer cette stabilité. La production des statistiques du SEBC a presque triplé depuis 1999. Les statistiques monétaires, financières et de balance de paiement et de position extérieure ont été régulièrement publiées dans le respect des normes de qualité les plus exigeantes. Les documents de référence servant à les élaborer sont facilement accessibles et ont contribué au renforcement des normes statistiques mondiales, notamment en matière monétaire et financière. Nombre de statistiques élaborées par la BCE sont désormais intégrées dans les comptes financiers et non financiers trimestriels de la zone euro, qui sont désormais complets. Une annexe statistique à la fin de ce numéro spécial propose quelques comparaisons internationales.

L'union monétaire dans les poches des citoyens de l'Union

Le chapitre 9 considère les billets en euros sous différents points de vue et comprend un bref historique depuis leur création dans les années quatre-vingt-dix jusqu'à leur introduction en 2002. Il s'intéresse également à la prochaine gamme de billets et analyse la circulation fiduciaire et la gestion de la filière fiduciaire. Les billets sont véritablement un symbole visible de la réussite de l'UEM et représentent un véritable exploit, si l'on tient compte de l'ampleur du travail de préparation et de l'organisation qui ont été nécessaires à leur introduction.

Ce numéro spécial du *Bulletin mensuel* montre que l'on peut juger différemment les résultats de la BCE et de l'Eurosystème au cours de ces dix années en fonction du point de vue temporel adopté. Quelques points communs, qui font également apparaître les défis à venir, ressortent :

Les comités adoptent le point de vue de la zone euro.

- L'Eurosystème associe un processus de prise de décisions centralisé et une mise en œuvre décentralisée de celles-ci par les banques centrales nationales (BCN). Ceci s'applique à toutes les missions et activités

abordées dans ce numéro spécial. Du point de vue organisationnel, différents comités techniques et groupes de travail rassemblent les experts de la BCE et de toutes les BCN, ce qui permet de traiter en permanence d'énormes quantités de données et d'informations sur l'ensemble des pays de la zone euro en bénéficiant de l'expérience et des connaissances des BCN de l'Eurosystème. Cela étant, ces commissions et groupes de travail adoptent le point de vue de la zone euro et constituent un cadre évolutif qui a réussi à gérer l'élargissement.

- L'Eurosystème a démarré modestement avec des connaissances limitées sur la manière dont la zone euro allait fonctionner après l'intégration monétaire. Si la conduite d'une politique monétaire dans un monde incertain et fluctuant représente un défi pour toute banque centrale, le caractère inédit des premières années de la zone euro constituait en soi un défi majeur, comme le montre le chapitre 3. C'est la raison pour laquelle des investissements importants en outils analytiques, en études et statistiques ont été réalisés dès le début comme indiqué aux chapitres 3, 4, 5, 6 et 8. Un grand nombre de modèles et d'autres outils ont été développés et sont encore utilisés et constamment perfectionnés. L'essentiel de ces études et de ces informations est public et accessible sur notre site internet et dans nos publications. Nos analyses sont soumises à un examen public et collégial.
- La stratégie de politique monétaire de la BCE s'inspire des meilleures pratiques des BCN de l'Eurosystème à laquelle elle a associé des éléments originaux. Compte tenu de la mission de maintien de la stabilité des prix qui lui a été confiée par le Traité, le Conseil des gouverneurs a défini un objectif d'inflation très clair, ce qui renforce également la transparence et la responsabilité de la BCE. Les analyses économique et monétaire — les deux piliers de la stratégie — permettent d'évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix sous deux angles complémentaires. Elles permettent également de structurer l'analyse interne et la communication externe. La stratégie de la BCE est désormais bien comprise et crédible. La crédibilité permet d'ancrer les anticipations d'inflation à long terme et de réduire la volatilité de l'inflation. Nous montrons aux chapitres 2, 7 et 9 de ce numéro spécial comment le bon fonctionnement de la stratégie de politique monétaire de la BCE a facilité les autres missions de la BCE et de l'Eurosystème.
- L'euro — au sens large, incluant les forces du marché, les évolutions institutionnelles, organisationnelles et juridiques — a vocation à jouer le rôle de catalyseur de l'intégration économique et financière. Ces évolutions prennent du temps à produire tous leurs effets. Le processus d'intégration économique, financière et monétaire de l'Europe remonte aux années cinquante et a progressé depuis par étapes. La décision d'introduire l'euro était fondée sur la ferme conviction que les pays de la zone euro y étaient préparés et que la monnaie unique n'allait nécessiter que des ajustements mineurs pour rapprocher les pays. En fait, des défis subsistent et sont abordés dans ce numéro spécial. Dans certains pays de la zone euro, il existe toujours un écart entre l'inflation perçue par le public et l'inflation mesurée : cette question est abordée au chapitre 3. Il existe également des marges d'amélioration de la flexibilité et de la résistance aux chocs externes de certains pays de la zone euro : cette question est examinée au chapitre 4. L'intégration « régionale » en Europe avance par ailleurs parallèlement à la mondialisation, dont les profondes conséquences sont discutées aux chapitres 5 et 6. La zone euro devra donc encore évoluer sous ces pressions conjuguées.
- Le fait que la zone euro soit plus interconnectée que jamais change notre vision de l'Union économique et monétaire. L'euro constitue également un symbole important d'identité pour l'Europe.

L'euro est désormais utilisé par les 320 millions d'habitants de la zone euro et sa circulation internationale est supérieure à celle des monnaies qu'il a remplacées. Il est de plus en plus utilisé par les marchés financiers internationaux comme indiqué au chapitre 5. Dans ce numéro consacré à notre 10^e anniversaire, nous

Personne ne savait vraiment comment la zone euro allait fonctionner.

Une zone de stabilité des prix désormais plus étendue

L'euro, catalyseur d'intégration

L'euro a apporté la stabilité des prix et des taux d'intérêt bas.

soulignons les effets bénéfiques de l'euro et notamment la stabilité des prix et des taux d'intérêt peu élevés. Ces bienfaits ont un effet positif sur d'autres évolutions favorables qui se mettent progressivement mais sûrement en place, comme le développement des échanges de biens et de services ou de l'intégration financière qui accélère l'approfondissement et la modernisation financières. Il existe également un degré remarquable de résilience dans un contexte international complexe. Selon nous, ces succès nous aideront à relever l'ensemble des défis actuels et à venir de la zone euro et favorisent également l'adaptation des économies des pays membres. Le chapitre 10 comprend un ensemble de conclusions. Le tableau ci-dessous récapitule les principales évolutions institutionnelles de l'Eurosystème.

Principaux événements institutionnels dans l'histoire de l'Eurosystème (1998 – 2008)

1998		
Mai	Le Conseil européen considère que onze pays remplissent les critères de convergence et peuvent adopter l'euro (Phase III de l'UEM).	Cf. Avant-propos
Juin	Création de la BCE et du SEBC	Cf. Contexte historique
Septembre	Première audition du président de la BCE devant le Parlement européen	Cf. chapitre 2
Octobre	Le président de la BCE participe pour la première fois à une réunion du G 7.	
Octobre	La BCE rend publique sa stratégie de politique monétaire.	Cf. chapitre 3.1
Novembre	Adoption par le Conseil de l'UE de la réglementation sur la collecte des données statistiques par la BCE	Cf. chapitre 8
Décembre	La BCE publie une valeur de référence quantifiée pour la croissance monétaire.	
Décembre	Le Fonds monétaire international (FMI) accorde à la BCE le statut d'observateur.	
Décembre	Les taux de conversion sont fixés de manière irrévocable.	Cf. Contexte historique
1999		
Janvier	Lancement de l'euro scriptural. Une politique monétaire unique est mise en place au sein de la zone euro.	Cf. chapitre 2
Janvier	Lancement du MCE II avec le Danemark et la Grèce comme premiers adhérents	Cf. chapitre 2
Avril	Accord de l'Eurosystème sur la facilité de liquidité d'urgence	Cf. chapitre 7
Juillet	Les billets en euros commencent à être imprimés dans plusieurs imprimeries.	Cf. chapitre 9
Novembre	La BCE devient membre de la Banque des règlements internationaux (BRI).	
2000		
Mars	Le Conseil européen adopte la stratégie de Lisbonne.	Cf. chapitre 2
2001		
Janvier	La Grèce intègre la zone euro.	Cf. chapitre 2
Avril	Adoption du Protocole d'accord de l'UE entre les autorités de contrôle des systèmes de paiement et les autorités de contrôle bancaires	Cf. chapitre 7
Août	Présentation des billets en euros au grand public	Cf. chapitre 9
Septembre	« Préalimentation » en billets et en pièces en euros	Cf. chapitre 9
2002		
Janvier	Passage à l'euro fiduciaire : à partir de fin février 2002, les billets et les pièces en euros ont seuls cours légal dans les pays de la zone euro.	Cf. chapitre 9
Novembre	Publication du premier rapport de la BCE sur les structures bancaires de l'UE	Cf. chapitre 7
2003		
Février	Publication du premier rapport de la BCE sur la stabilité du secteur bancaire	Cf. chapitre 7
Mars	Adoption d'un Protocole d'accord de l'UE entre les autorités de contrôle et les banques centrales en cas de crise financière	Cf. chapitre 7
Mars	Adoption d'un Protocole d'accord précisant les responsabilités respectives pour les statistiques économiques et financières au niveau communautaire entre la BCE et Eurostat	Cf. chapitre 8
Mai	Clarification de la stratégie de politique monétaire de la BCE	Cf. chapitre 3.1
2004		
Mars	Modifications apportées au cadre opérationnel	Cf. chapitre 3.3
Mai	Les banques centrales des dix nouveaux États membres de l'UE rejoignent le SEBC.	Cf. chapitre 2
Juin	Les monnaies de l'Estonie, de la Lituanie et de la Slovaquie font leur entrée au sein du MCE II.	Cf. chapitre 2
Décembre	Publication de la première <i>Revue de stabilité financière</i> de la BCE	Cf. chapitre 7

Principaux événements institutionnels dans l'histoire de l'Eurosystème (1998 – 2008)

2005		
Mars/avril	Relance de la stratégie de Lisbonne à la suite de l'étude réalisée par le groupe de haut niveau présidé par Wim Kok	Cf. chapitre 2
Mars/juin	Réforme du Pacte de stabilité et de croissance	Cf. chapitre 2
Mai	Adoption du Protocole d'accord de l'UE sur la coopération entre les autorités de contrôle, les banques centrales et les ministres des Finances en cas de crise financière	Cf. chapitre 7
Mai	Les monnaies de Chypre, Lettonie et Malte font leur entrée au sein du MCE II.	Cf. chapitre 2
Août	Publication d'une contribution de l'Eurosystème à la consultation de la Commission sur la politique de l'UE en matière de services financiers (2005-2010)	Cf. chapitre 7
Septembre	La BCE publie pour la première fois des indicateurs d'intégration financière dans la zone euro.	Cf. chapitre 6
Novembre	La couronne slovaque fait son entrée au sein du MCE II.	
2006		
Juillet	Lancement du projet TARGET2- <i>Securities</i>	Cf. chapitre 6
2007		
Janvier	La Slovaquie rejoint la zone euro.	Cf. chapitre 2
Janvier	Les banques centrales de Bulgarie et de Roumanie rejoignent le SEBC.	Cf. chapitre 2
Mars	Publication du premier rapport de la BCE sur l'intégration financière en Europe	Cf. chapitre 6
Mai	Publication de l'Engagement public du SEBC concernant sa fonction statistique	Cf. chapitre 8
Juin	Publication conjointe par la BCE et Eurostat des comptes économiques et financiers trimestriels de la zone euro ventilés par secteur institutionnel	Cf. chapitre 8
Novembre	Publication par l'Eurosystème d'une contribution à l'examen du cadre Lamfalussy sur la réglementation et la surveillance financières	Cf. chapitre 7
Décembre	Signature du traité de Lisbonne	Cf. chapitre 2
2008		
Janvier	Malte et Chypre rejoignent la zone euro.	Cf. chapitre 2
Avril	Publication du Cadre de qualité des statistiques de la BCE	Cf. chapitre 8
Avril	Signature d'un nouveau protocole d'accord sur la coopération entre les autorités de contrôle, les banques centrales et les ministres des Finances en cas de crise financière	Cf. chapitre 7

**Le Conseil des gouverneurs
en juin 1998 :**

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**

Luis Ángel Rojo,
Alfons Verplaetse,
Antonio Fazio,
Yves Mersch,
António José Fernandes de Sousa,
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,
Nout Wellink,
Jean-Claude Trichet,
Maurice O'Connell,
Hans Tietmeyer

**Au premier rang
(de gauche à droite) :**

Eugenio Domingo Solans,
Otmar Issing, Christian Noyer,
Willem F. Duisenberg,
Sirkka Hämäläinen,
Tommaso Padoa-Schioppa



**Le Conseil des gouverneurs
en juin 2008 :**

**Au troisième rang
(de gauche à droite) :**

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink, Marko Kranjec

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**

John Hurley,
Miguel Fernández Ordóñez,
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Lorenzo Bini Smaghi,
Michael C. Bonello

**Au premier rang
(de gauche à droite) :**

Yves Mersch,
José Manuel González-Páramo,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Athanasios Orphanides



Vítor Constâncio, Mario Draghi et Guy Quaden n'étaient pas présents lorsque la photo a été prise.



**Le Conseil général
en juin 1998 :**

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**
Luis Ángel Rojo, Antonio Fazio,
Urban Bäckström,
António José Fernandes de Sousa,
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,
Nout Wellink,
Lucas D. Papademos,
Edward A. J. George,
Maurice O'Connell,
Hans Tietmeyer,

**Au premier rang
(de gauche à droite) :**
Alfons Verplaetse, Yves Mersch,
Christian Noyer,
Willem F. Duisenberg,
Bodil Nyboe Andersen,
Jean-Claude Trichet



**Le Conseil général
en juin 2008 :**

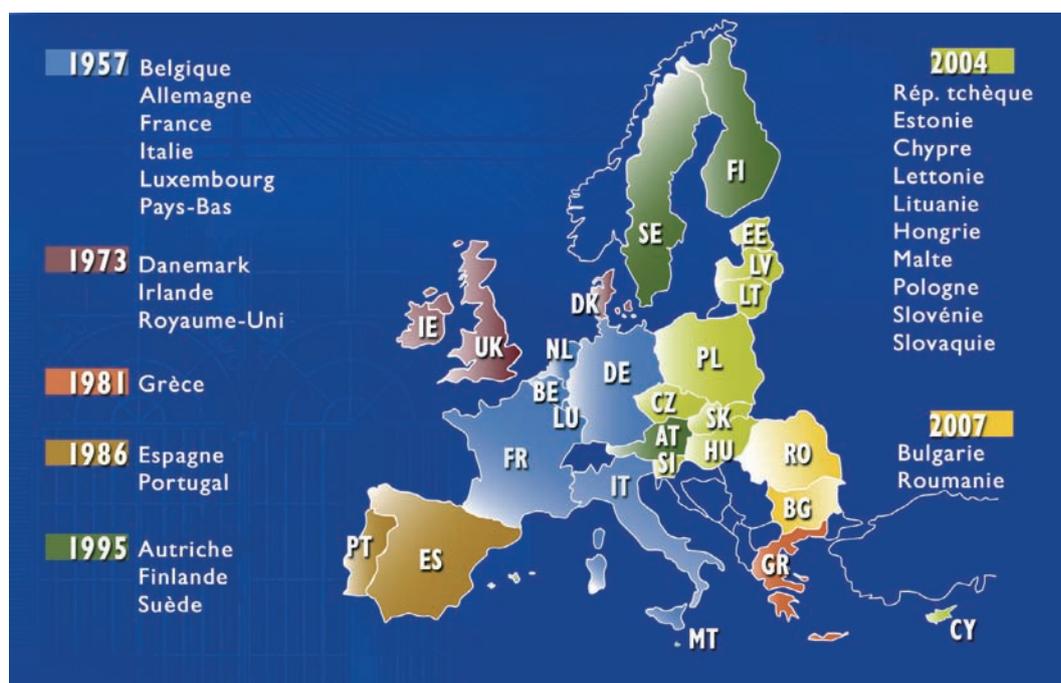
**Au troisième rang
(de gauche à droite) :**
Erkki Liikanen, András Simor,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Axel A. Weber,
Reinoldijus Šarkinas,
Nout Wellink, Andres Lipstok

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**
John Hurley, Nils Bernstein,
Christian Noyer,
Ilmārs Rimšēvičs,
Zdeněk Tůma,
Stefan Ingves, Marko Kranjec,
Mugur Constantin Isărescu

Vitor Constâncio, Mario Draghi, Ivan Iskrov, Mervyn King, Guy Quaden et Slawomir Skrzypek n'étaient pas présents lorsque la photo a été prise.

**Au premier rang
(de gauche à droite) :**
Miguel Fernández Ordóñez,
Ivan Šramko,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Michael C. Bonello,
Athanasios Orphanides,
Yves Mersch

ÉLARGISSEMENT DE L'UNION EUROPÉENNE



ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO 1999-2008





2 LE CADRE INSTITUTIONNEL ET LE FONCTIONNEMENT DE LA ZONE EURO

Les politiques macroéconomiques sont menées au sein de la zone euro sur la base d'une répartition très claire des responsabilités. La compétence de la politique monétaire a été attribuée au niveau supranational, c'est-à-dire à la BCE. À l'inverse, les politiques économiques demeurent largement du ressort des États membres tout en faisant l'objet de procédures de coordination. Le traité de Maastricht a doté la BCE/l'Eurosystème de l'indépendance nécessaire à la conduite de la politique monétaire unique et à la réalisation des autres missions dont elle/il a la charge. Par ailleurs, le Traité impose à la BCE diverses obligations d'information vis-à-vis du public et de ses représentants élus, à savoir le Parlement européen. Enfin, la BCE participe à plusieurs réunions au niveau européen et procède régulièrement à des échanges de vues avec les institutions communautaires.

Au cours de sa première décennie d'existence, l'UEM a démontré la solidité de ce cadre institutionnel sans précédent, dont la BCE est une partie intégrante. En témoigne le nouveau traité de Lisbonne, qui a laissé inchangé ce cadre institutionnel. Toutefois, des défis importants restent à relever. En particulier, les autorités nationales doivent assumer leurs responsabilités respectives prévues par le cadre actuel, ce qui permettra d'améliorer davantage la performance macroéconomique de la zone euro.

Ce chapitre s'articule comme suit. La section 2.1 présente brièvement le cadre institutionnel de la zone euro et un certain nombre de changements survenus au cours de cette décennie. La section 2.2 traite de l'interaction entre la BCE et les autres institutions et organes communautaires, et la section 2.3 passe en revue les actes de procédure relatifs à l'élargissement de la zone euro et de l'UE.

2.1 CADRE INSTITUTIONNEL

Le cadre institutionnel de l'Union économique et monétaire (UEM) instauré par le traité de Maastricht établit un partage clair des responsabilités entre le niveau communautaire et le niveau national. À la suite de l'introduction de la monnaie unique, la compétence relative à la politique monétaire de la zone euro a été transférée au niveau communautaire. Afin d'atteindre son principal objectif, l'Eurosystème a été doté d'un degré élevé d'indépendance vis-à-vis de toute influence politique. À l'inverse, les politiques économiques (politiques budgétaires ou structurelles, par exemple) demeurent largement du ressort des États membres et s'inscrivent dans un cadre européen visant à garantir une certaine discipline. Ce partage des responsabilités s'explique notamment par le fait que, si la politique monétaire est indivisible par nature, les politiques économiques doivent tenir compte des caractéristiques nationales et des cadres institutionnels nationaux, et peuvent ainsi être plus efficacement appliquées au niveau national. En outre, laisser la responsabilité des politiques économiques aux gouvernements nationaux autorise un certain degré de concurrence permettant d'améliorer l'efficacité des politiques et d'encourager les bonnes pratiques ¹.

Par ailleurs, la monnaie unique encourage une meilleure intégration économique des économies nationales, qui renforce leur interdépendance (à noter que les flux commerciaux et de capitaux ont progressé au cours des dix dernières années, cf. chapitre 5). L'adoption de mesures excessivement décentralisées et non coordonnées risquerait d'être contreproductive en ne tenant pas suffisamment compte de cette interdépendance croissante. Ainsi, une prise de décision autonome est susceptible de gérer moins efficacement les crises économiques qui affectent la plupart ou l'ensemble des pays de manière globalement similaire. En outre, les États membres doivent tenir compte des possibles effets de contagion (à savoir que les décisions prises dans un pays peuvent avoir une incidence sur les autres pays). Par ailleurs, les politiques économiques des États membres doivent viser la stabilité pour assurer

¹ Pour une description plus détaillée du cadre actuel, cf. l'article intitulé *Le cadre de politique économique au sein de l'UEM* du *Bulletin mensuel* de novembre 2001

Un partage clair
des responsabilités

la compatibilité avec le principal objectif de la politique monétaire unique, à savoir le maintien de la stabilité des prix. Cela est d'autant plus nécessaire que les pays membres de la zone euro n'ont plus de politiques monétaires et de change à leur disposition et doivent s'appuyer sur d'autres politiques pour encourager la compétitivité et s'ajuster aux chocs. Ces observations justifient une coordination des politiques économiques. Une telle coordination est possible soit en soumettant les politiques à une approche à base de règles qui repose sur des lois ou des procédures « contraignantes », soit en adoptant une approche « souple » qui repose sur la pression morale ou le soutien mutuel entre les États membres et sur le dialogue au niveau communautaire.

Trois modes d'élaboration des politiques

Le Traité prévoit trois modes différents d'élaboration des politiques dans les divers domaines de l'UEM : (i) un transfert complet des compétences au niveau communautaire en matière de politique monétaire ; (ii) une coordination à base de règles en matière de politique budgétaire ; (iii) une coordination « souple » s'agissant des autres politiques économiques. Les sections suivantes examinent chacun de ces domaines.

Un cadre institutionnel solide

La principale conclusion de ce chapitre est que le cadre institutionnel de la zone euro a été propice au bon fonctionnement de l'UEM au cours de ses dix premières années d'existence. Le nouveau traité de Lisbonne laisse quasiment inchangés les dispositifs institutionnels de l'UEM, reconnaissant par là qu'il s'agit d'un cadre adéquat ².

NIVEAU COMMUNAUTAIRE

Indépendance, responsabilité et transparence de la banque centrale

La théorie économique et des exemples tirés des décennies passées tendent à prouver que l'indépendance de la banque centrale est la condition préalable à la réalisation et au maintien de la stabilité des prix. Sur la base de ces observations, l'indépendance multidimensionnelle de la BCE est stipulée et légitimée par le Traité.

Tendance globale à l'indépendance des banques centrales

Au cours des dernières décennies, l'évolution des cadres de politique monétaire dans le monde s'est caractérisée par une tendance globale à l'indépendance des banques centrales. Comme nous le verrons par la suite, cette indépendance est un concept protéiforme. Plus de pouvoirs et d'autonomie nécessitent une légitimité démocratique, qui passe par un degré élevé de transparence dans la conduite de la politique monétaire et par une large communication avec le public. Le facteur de ces évolutions a été le changement radical de la pensée des économistes dans les années soixante-dix, qui ont reconnu le rôle fondamental des anticipations dans le comportement économique des agents.

Raisons de l'indépendance des banques centrales

L'indépendance de la banque centrale, qui consiste à préserver celle-ci de toute influence politique dans la conduite de la politique monétaire, permet d'axer la politique monétaire sur la stabilité des prix et facilite ainsi l'ancrage de l'inflation et des anticipations inflationnistes à des niveaux faibles. Après la période de forte inflation dans les années soixante-dix, on s'est demandé pourquoi les banques centrales avaient laissé déraiper celle-ci et comment une telle évolution pouvait être évitée à l'avenir. Une des explications avancées était que les banques centrales avaient perdu le contrôle de l'inflation, en raison de leur manque d'indépendance institutionnelle. En l'absence d'indépendance de la banque centrale, la politique monétaire ne peut privilégier de manière crédible la stabilité des prix, car elle est à tout moment tributaire des préférences des responsables de la politique économique, qui seront tentés de privilégier l'augmentation de la production à court terme au prix d'une inflation plus élevée à long terme.

² Le traité de Lisbonne a été signé par les chefs d'État ou de gouvernement de l'UE le 13 décembre 2007. Il amende le traité de l'Union européenne et le traité instituant la Communauté européenne et a pour objectif de rendre l'Union européenne élargie plus démocratique, plus transparente et plus efficace. Il est prévu que le traité de Lisbonne entre en vigueur en 2009, après sa ratification par tous les États membres.

En revanche, le public comprendra ce problème et anticipera dès le départ un niveau d'inflation supérieur, de sorte que l'arbitrage à court terme entre inflation et production sera remis en cause et que le seul résultat certain sera une hausse permanente du taux d'inflation. La seule manière de résoudre ce dilemme est de déléguer la politique monétaire à une banque centrale indépendante à laquelle est confié le mandat explicite de préserver la stabilité des prix.

Dans la pratique, toutefois, la logique économique qui sous-tend l'indépendance des banques centrales doit être transposée dans un cadre juridique complet et détaillé. Afin de garantir l'indépendance nécessaire de la BCE/du SEBC, les dimensions suivantes de l'indépendance de la politique monétaire découlent du traité.

L'indépendance institutionnelle de la BCE vis-à-vis de toute ingérence, notamment des gouvernements, est garantie par l'article 108 du Traité, qui dispose explicitement que dans l'exercice de leurs pouvoirs, ni la BCE ni un membre quelconque de ses organes de décision ne peuvent solliciter ni recevoir d'instructions des institutions communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Le Traité dispose en outre que les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres doivent également s'engager à respecter ce principe et ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE. L'indépendance institutionnelle de la BCE est complétée par ses propres pouvoirs réglementaires et son rôle consultatif dans l'élaboration des dispositions législatives nationales et communautaires qui entrent dans ses domaines de compétence.

L'indépendance de la BCE
a quatre dimensions.

Les dispositions du Traité dotent la BCE de toutes les compétences et de tous les pouvoirs nécessaires pour mener à bien son mandat, ce qui lui confère son indépendance fonctionnelle. À titre d'exemple, la BCE dispose de la compétence exclusive de la politique monétaire au sein de la zone euro. Le contrôle total exercé par la BCE sur la base monétaire est garanti par son monopole d'émission des billets de banque et par l'obligation impartie aux pays membres, pour émettre des pièces, d'obtenir au préalable son approbation. En outre, l'article 101 du Traité protège l'Eurosystème des pressions exercées en vue d'un financement monétaire de la dette publique en interdisant l'octroi de prêts par l'Eurosystème au secteur public.

L'indépendance personnelle dote les membres du Conseil des gouverneurs de la sécurité du mandat nécessaire et permet d'éviter les conflits d'intérêts. À ce titre, les statuts du SEBC/de la BCE protègent l'indépendance personnelle des organes de décision de la BCE en prescrivant des contrats de long terme à durée déterminée et en interdisant la révocation sur la base des résultats de politiques antérieures. À cet égard, il est jugé essentiel que les banquiers centraux disposent de mandats sensiblement plus longs que ceux des hommes politiques, afin de pouvoir bâtir leur stratégie à moyen terme, alors que les dirigeants politiques s'appuient sur des objectifs à court terme correspondant aux cycles électoraux.

Enfin, l'indépendance financière, à savoir l'autonomie de la banque centrale vis-à-vis de ses ressources et de ses revenus financiers, est importante dans le sens où elle permet à la banque centrale de mener à bien efficacement ses missions. Au sein de l'UEM, cela signifie que la BCE dispose de son propre budget, indépendant de celui de l'UE, et que les banques centrales nationales de l'Eurosystème libèrent intégralement leur souscription au capital de la BCE.

Dans le traité de Lisbonne, la BCE est explicitement citée comme l'une des institutions de l'Union. Ce changement de statut juridique de la BCE n'a pas d'incidence majeure sur sa place au sein du cadre institutionnel de l'UE. En effet, le traité de Lisbonne ne modifie pas les principaux aspects institutionnels de la BCE, tels que son objectif principal et ses missions, son pouvoir d'adopter des actes juridiques ou sa personnalité juridique propre et son indépendance.

L'indépendance exige la responsabilité.

La large indépendance accordée à la BCE par le Traité et les Statuts doit être légitimée de manière à se trouver en adéquation avec les fondamentaux démocratiques de la société européenne. Elle exige la responsabilité vis-à-vis du public et des organes élus démocratiquement. La légitimité démocratique des banques centrales indépendantes est régie différemment selon les systèmes démocratiques. Leur mandat peut également varier en fonction du nombre d'objectifs qui leur ont été fixés.

En ce qui concerne la légitimité démocratique de la BCE / du SEBC, trois éléments peuvent être mis en évidence. Premièrement, la ratification du Traité et les modifications des statuts des banques centrales nationales par la législation nationale sont une source majeure de légitimité démocratique. Deuxièmement, la désignation des membres du Conseil des gouverneurs, composé des membres du Directoire de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales, par les institutions démocratiques est un autre élément important. Troisièmement, la BCE doit rendre compte de ses actions.

S'agissant de la responsabilité, la BCE doit expliquer aux citoyens et à leurs représentants au Parlement comment elle a rempli son mandat. La BCE est notamment tenue d'adresser un rapport annuel sur sa politique monétaire et ses autres activités au Parlement européen, au Conseil, à la Commission et au Conseil européen (pour plus d'informations sur ces organes, cf. la section 2.2 ci-après). La BCE doit présenter ce rapport au Parlement et au Conseil. En outre, le président de la BCE et les autres membres du Directoire peuvent être entendus par les commissions compétentes du Parlement européen, soit à la demande de celui-ci, soit à leur propre initiative (les obligations d'information de la BCE vis-à-vis du Parlement européen sont précisées dans la section 2.2).

Il est plus facile de rendre compte si le mandat de la banque centrale est clairement défini. Au sein de l'UE, le Traité fixe clairement à la BCE/au SEBC un objectif principal, celui du maintien de la stabilité des prix. Si, en revanche, la banque centrale doit réaliser plusieurs objectifs à la fois, il sera de plus en plus difficile de la tenir pour responsable de l'accomplissement de son mandat. Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs de la BCE a établi une définition quantifiée de l'objectif à atteindre et une stratégie adaptée et globale à suivre, ce qui limite les décisions discrétionnaires et l'influence individuelle sur la prise de décision.

Une indépendance accrue se traduit par une baisse de l'inflation.

Le fait que la baisse de l'inflation au niveau mondial et l'ancrage des anticipations d'inflation au cours des deux dernières décennies aient coïncidé avec un mouvement global d'indépendance des banques centrales témoigne de ce que cette indépendance est une condition préalable à la réalisation et au maintien de la stabilité des prix. Cette analyse est confirmée par des données empiriques formelles. De nombreuses études ont montré que, dans les différents pays, une indépendance accrue de la banque centrale s'accompagne d'une réduction du niveau moyen de l'inflation³.

POLITIQUE MONÉTAIRE

Le traité de Maastricht attribue la responsabilité de la politique monétaire unique à la BCE et lui assigne un objectif principal, à savoir le maintien de la stabilité des prix. Sans préjudice de cet objectif principal, la politique monétaire doit soutenir les politiques économiques générales de la Communauté. Ce dispositif est ancré dans le principe, fondé sur des données empiriques et des travaux de recherche et s'appuyant sur un large consensus du public, selon lequel le maintien de la stabilité des prix est la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la réalisation des objectifs de politique économique de la Communauté, tels qu'un niveau élevé d'emploi et une croissance soutenable et non

3 Pour une brève analyse et un réexamen de la question, cf. P. Moutot, A. Jung et F. Mongelli (2008), *The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making*, Annexe 1, Étude de la BCE sur des sujets spécifiques n° 79

**Le Conseil des gouverneurs
de la BCE définit la politique
monétaire.**

**Un système de taux
de change flexible
pour l'euro**

**Des politiques budgétaires
saines sont nécessaires.**

inflationniste. Les principales caractéristiques du cadre de la politique monétaire et de sa mise en œuvre sont abordées dans le chapitre 3. L'expérience des dix dernières années a confirmé l'efficacité et la solidité de cette approche, comme le montre le chapitre 4, qui traite de la performance macroéconomique de la zone euro.

Au sein de la zone euro, les décisions de politique monétaire sont prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE, composé des six membres du Directoire de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales des pays membres de la zone euro, conformément au principe de « une voix par membre ». S'agissant des opérations par lesquelles les décisions de politique monétaire sont mises en œuvre, le Conseil des gouverneurs les réalise, dans la mesure jugée possible et appropriée, par l'intermédiaire des banques centrales nationales, conformément au principe de décentralisation opérationnelle⁴ (par exemple, si le taux de soumission minimal appliqué à l'opération principale de refinancement hebdomadaire est fixé au niveau central par la BCE, les opérations d'appels d'offres sont elles-mêmes mises en œuvre par les banques centrales nationales avec leurs contreparties de marché).

Un régime de change flexible a été adopté pour l'euro. Cela signifie que la valeur externe de l'euro, à l'image de celle des autres principales devises, comme le dollar des États-Unis, est déterminée sur les marchés. Le taux de change n'est pas un instrument de politique économique. En effet, il n'aurait pas été très logique de créer l'euro pour soumettre ensuite sa politique monétaire à des obligations externes plutôt qu'internes. La stabilité des prix est un objectif des politiques monétaire et de change et, par conséquent, il n'existe pas d'objectif de taux de change. Lors de la mise en œuvre de sa politique monétaire, la BCE prend en compte le taux de change, dans la mesure où il influe sur la situation économique et sur les perspectives de stabilité des prix.

NIVEAU NATIONAL

Politique budgétaire

La discipline budgétaire est nécessaire pour assurer le bon fonctionnement de l'Union monétaire. En effet, des politiques budgétaires défailtantes peuvent alimenter des anticipations ou amener les responsables à faire pression sur la banque centrale pour qu'elle accommode une inflation plus élevée afin d'alléger la dette publique ou maintienne les taux d'intérêt à un niveau faible. C'est la raison pour laquelle le Traité contient plusieurs dispositions qui permettent d'éviter ces risques. Une description plus détaillée des politiques budgétaires et de leurs résultats est présentée dans le chapitre 4.

Tout d'abord, le Traité interdit de manière explicite le financement des déficits publics par les banques centrales. Il précise également que les administrations publiques ne doivent pas avoir un accès privilégié aux institutions financières. En outre, la clause dite de « non renflouement » du Traité indique clairement que ni la Communauté ni un État membre ne sont tenus responsables des engagements d'un autre État membre.

Par ailleurs, le Traité impose aux États membres l'obligation d'éviter des déficits excessifs. S'agissant des États membres qui ne respectent pas les seuils de déficit public et de dette définis dans le Protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs (PDE) annexé au Traité, l'application de ladite procédure peut entraîner des sanctions financières.

⁴ Pour une analyse du principe de décentralisation et de la différence avec le principe de subsidiarité, cf. Zilioli, ESZB-Satzung, Artikel 12, dans von der Groeben-Schwarze hrgb., Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union, 2003, 6. édition, et Zilioli, Selmayr, The Law of the ECB, Hart publishing 2001

Le cadre budgétaire a été sensiblement renforcé en 1997 par l'introduction du Pacte de stabilité et de croissance⁵ (PSC). Le volet préventif du PSC prévoit une procédure plus concrète de surveillance multilatérale en vertu de laquelle les pays membres de la zone euro soumettent un programme de stabilité, tandis que les pays n'appartenant pas à la zone euro présentent un programme de convergence. Ces programmes annuels fournissent une vue d'ensemble des évolutions économiques et budgétaires dans chaque pays, un objectif à moyen terme en matière de politique budgétaire (OMT) et un sentier d'ajustement vers leur OMT. Le Conseil peut également émettre un avertissement précoce. En outre, le PSC a clarifié et simplifié les différentes étapes et le calendrier de la PDE par le biais de son volet correctif.

S'agissant du « volet correctif », la réforme du PSC en 2005 a renforcé la flexibilité des procédures. En particulier, le recours à l'appréciation discrétionnaire pour déterminer l'existence d'un déficit excessif a été étendu et les délais de procédure ont été allongés. S'agissant du « volet préventif », le PSC révisé a également introduit une marge discrétionnaire accrue en matière de définition et d'avancées dans la réalisation de l'OMT. De nombreux observateurs, dont la BCE, ont exprimé leurs inquiétudes vis-à-vis de ces changements, susceptibles de saper la confiance dans le cadre budgétaire et dans le caractère soutenable des finances publiques dans les pays membres de la zone euro et qui, globalement, rendent le Pacte plus complexe et moins transparent.

Politiques structurelles

Le Traité exige des États membres qu'ils considèrent leurs politiques économiques comme « une question d'intérêt commun ». Les Grandes orientations des politiques économiques (GOPE) sont la clé de voûte de cette approche. Le Traité établit également un cadre de surveillance multilatérale en matière de politiques de l'emploi, dont l'adoption de lignes directrices pour l'emploi. En revanche, si le Conseil est en mesure d'émettre des recommandations aux États membres qui ne se conforment pas aux GOPE, le Traité ne prévoit pas de mécanisme d'exécution ou de sanction.

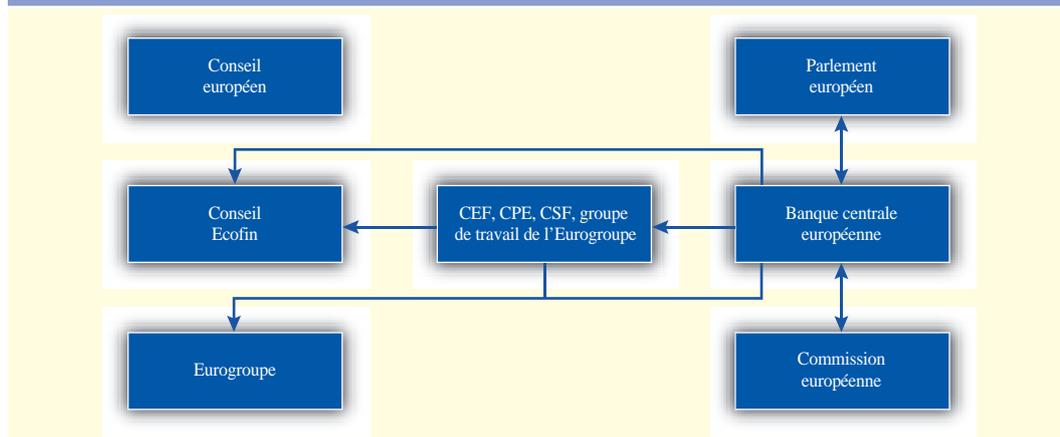
Les politiques structurelles font partie intégrante de la coordination d'ensemble des politiques économiques et font l'objet d'une approche « souple » de coordination, qui repose essentiellement sur la pression morale et le soutien mutuel des pairs. Comme examiné dans le chapitre 4, des marchés très flexibles et concurrentiels sont nécessaires au bon fonctionnement de l'UEM, les pays ne pouvant plus recourir à certains mécanismes d'ajustement antérieurs à l'UEM pour rétablir leur compétitivité (dévaluation de leur monnaie, par exemple). Les politiques économiques orientées vers l'offre doivent tenir compte des conditions propres à chaque pays et, en conséquence, seule une coordination « souple » de ces politiques est envisageable.

En mars 2000, le Conseil européen de Lisbonne a affiné cette approche en adoptant la « stratégie de Lisbonne », qui définit un programme ambitieux de réformes structurelles destinées à améliorer le potentiel de croissance de l'Union européenne. La stratégie de Lisbonne a introduit deux innovations institutionnelles : (i) les « réunions de printemps », lors desquelles le Conseil européen est invité à donner l'élan politique nécessaire et les orientations sur les politiques économiques et les réformes structurelles et (ii) une nouvelle « méthode ouverte de coordination » (nouvelle forme de gouvernance au sein de l'UE) visant à renforcer la coopération par la définition de « bonnes pratiques ».

Toutefois, cinq ans après son lancement, les résultats de la stratégie de Lisbonne sont plutôt contrastés. À la suite d'un examen par un groupe d'experts de haut niveau présidé par Wim Kok, ancien Premier ministre des Pays-Bas, le Conseil européen du printemps 2005 a accepté de modifier sensiblement la stratégie de Lisbonne. Elle a, notamment, été réorientée vers la croissance et l'emploi et sa gouvernance a

⁵ Le Pacte de stabilité et de croissance, adopté en juin 1997, est constitué d'une résolution du Conseil européen et des réglementations n°1466/97 et n° 1467/97. Cf. également J. Stark, (2001), *The genesis of a pact*, dans : Brunila, A., M. Buti and D. Franco (eds.), *The Stability and Growth Pact. The architecture of fiscal policy in EMU*. Basingstoke: Palgrave

Graphique I Les relations de la BCE avec les autres institutions et organes communautaires



été rationalisée en vue de favoriser l'appropriation nationale des réformes structurelles et, en conséquence, la légitimité politique de l'ensemble du processus.

Le Conseil européen du printemps 2005 a également décidé de réunir les GOPE et les lignes directrices pour l'emploi au sein d'un même dispositif, les Lignes directrices intégrées, afin de renforcer leur homogénéité. Ces lignes directrices couvrent désormais un cycle triennal et comportent des mises à jour annuelles, le cas échéant. En outre, les nombreux rapports réalisés antérieurement ont été remplacés par des programmes nationaux de réformes, qui permettent une évaluation annuelle des progrès réalisés.

Compte tenu de la taille importante de la zone euro, les écarts de performance économique de ses membres ne sont pas surprenants (cf. la section 3 du chapitre 4 pour une description des écarts transfrontières de performance macroéconomique au sein de la zone euro). Des observations similaires peuvent être faites pour les autres grandes zones monétaires, comme les États-Unis. En revanche, le fait que les écarts de performance économique au sein de la zone euro tendent à persister indique que les économies de la zone euro ne sont pas suffisamment flexibles. Il est donc essentiel que les gouvernements demeurent déterminés à atteindre les objectifs de la stratégie de Lisbonne afin de recueillir les bénéfices de l'UEM.

2.2 INTERACTION ENTRE LA BCE ET LES AUTRES INSTITUTIONS ET ORGANES COMMUNAUTAIRES

Le cadre institutionnel de l'UEM qui vient d'être décrit nécessite une interaction plus intensive entre les institutions communautaires/supranationales. Cette section complète les considérations qui précèdent sur les principes généraux à la base du cadre de l'UEM. Nous examinons en particulier l'interaction entre la BCE et les principales institutions communautaires ⁶.

RELATIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN

Comme indiqué précédemment, en contrepartie de son indépendance, la BCE est transparente vis-à-vis du grand public et soumise à de nombreuses obligations d'information, notamment vis-à-vis du Parlement européen. Dans ce contexte, le président de la BCE et les autres membres du Directoire peuvent être

La BCE a des obligations d'information vis-à-vis du Parlement européen.

⁶ A noter que le schéma ci-dessus illustre uniquement les interactions entre la BCE et les autres institutions/enceintes communautaires et pas celles entre ces dernières. Pour une analyse plus complète, cf. également l'article intitulé *Les relations de la BCE avec les institutions et organismes de la Communauté européenne* du Bulletin mensuel d'octobre 2000

entendus par les commissions compétentes du Parlement européen, soit à la demande du Parlement, soit à leur propre demande. Dans la pratique, le président de la BCE est entendu une fois par trimestre par la Commission économique et monétaire. Le Rapport annuel de la BCE est présenté à la Commission économique et monétaire et au Parlement européen réuni en session plénière.

Par ailleurs, au-delà des obligations du Traité, il existe d'autres contacts entre la BCE et le Parlement européen, telles les visites informelles. La BCE a également accepté de répondre aux questions écrites soumises par les membres du Parlement européen. Dans un souci de transparence, les questions et les réponses sont publiées au Journal officiel de l'UE.

Ce cadre permet à la BCE de rendre compte de ses actes devant des représentants élus de l'UE et le public.

RELATIONS AVEC LE CONSEIL ECOFIN ET SES COMITÉS PRÉPARATOIRES

Le président de la BCE peut assister aux réunions du conseil Ecofin.

Le conseil Ecofin, c'est-à-dire le conseil de l'UE dans sa composition des ministres de l'Économie et des Finances, traite des questions économiques et financières relatives à l'UE dans son ensemble et (contrairement à l'Eurogroupe, cf. sous-section suivante) peut prendre des décisions formelles. Le Traité prévoit que le président de la BCE assiste aux réunions du Conseil chaque fois que celui-ci aborde des questions liées aux objectifs et missions de la BCE/de l'Eurosystème. Le Traité prévoit également que le président du Conseil (*de facto* le président de l'Eurogroupe) participe aux réunions du Conseil des gouverneurs sans avoir le droit de vote.

Les décisions du conseil Ecofin sont préparées par le Comité économique et financier (CEF) qui réunit des représentants nationaux de haut niveau des ministères des Finances et des banques centrales, ainsi que de hauts responsables de la Commission européenne et de la BCE. Le CEF joue un rôle clé dans l'étude de la situation économique et financière des États membres et de la Communauté et coordonne également les positions de l'UE dans les enceintes internationales. Le Comité des services financiers (CSF) participe à la préparation des décisions de l'Ecofin dans les domaines des services financiers et de la supervision financière. La BCE est également membre du Comité de politique économique (CPE), qui joue un rôle majeur dans la préparation des délibérations du conseil Ecofin dans le domaine des réformes structurelles.

RELATIONS AVEC L'EUROGROUPE

Le dialogue avec l'Eurogroupe...

La gouvernance économique au sein de la zone euro repose essentiellement sur des discussions informelles au sein de l'Eurogroupe. Cet organe informel, établi par une résolution du Conseil européen de Luxembourg du mois de décembre 1997, réunit tous les mois les ministres des Finances de la zone euro. Le Commissaire européen aux Affaires économiques et monétaires et le président de la BCE sont également invités à y participer.

Au sein de l'Eurogroupe, des échanges de vues francs et ouverts ont lieu entre les principaux responsables politiques de la zone euro. Ces discussions permettent à la BCE d'obtenir des informations de première main et d'expliquer ses décisions.

... a pris de l'importance.

L'Eurogroupe a pris de l'importance au cours des dix dernières années, comme en témoigne son ordre du jour, de plus en plus étoffé. Si, auparavant, il se concentrait essentiellement sur les politiques budgétaires, l'Eurogroupe traite aujourd'hui également d'autres questions, comme les réformes structurelles, l'évolution de la compétitivité des différents pays de la zone euro, la stabilité financière et l'évolution

des taux de change. Le rôle informel de l'Eurogroupe est aujourd'hui reconnu dans un protocole annexé au nouveau traité de Lisbonne, qui fixe comme objectif de « développer une coordination sans cesse plus étroite des politiques économiques dans la zone euro ».

RELATIONS AVEC LA COMMISSION EUROPÉENNE

La Commission européenne joue un rôle important dans le cadre institutionnel de l'UEM. En particulier, la Commission dispose du droit d'initiative et peut ainsi proposer une législation communautaire pour adoption par le Parlement et le Conseil européen. Elle joue un rôle majeur dans le suivi de la mise en œuvre des décisions et accords pris au niveau européen. La BCE est en contact régulier avec la Commission et procède à des échanges de vues avec les représentants de la Commission dans le cadre des réunions européennes. En outre, le Commissaire aux Affaires économiques et monétaires participe parfois aux réunions du Conseil des gouverneurs sans bénéficier du droit de vote. Au-delà de ces contacts formels, la BCE a noué des contacts professionnels informels avec les services de la Commission.

Des relations étroites
avec la Commission

2.3 PROCESSUS D'ÉLARGISSEMENT

ÉLARGISSEMENT DE L'UE

Les dix premières années de l'euro ont coïncidé avec une expansion sans précédent de l'Union européenne. Dix nouveaux pays ont rejoint l'Union le 1^{er} mai 2004, suivis par deux autres pays le 1^{er} janvier 2007. Cet élargissement est à de nombreux égards le plus important et le plus vaste de l'histoire de l'Union européenne. Le nombre total d'États membres est passé de 15 à 27, et la population totale de l'UE s'est accrue d'environ 100 millions de personnes, pour atteindre près de 500 millions. Dans le même temps, l'impact économique de cette expansion a été globalement relativement limité. Le PIB total a progressé de moins de 10 %, le revenu par habitant dans la plupart des nouveaux membres étant, lors de leur accession, sensiblement inférieur à la moyenne de l'UE.

Un élargissement récent
significatif de l'UE

L'élargissement devrait se poursuivre dans les années à venir, à un rythme moins rapide cependant. Trois pays ont obtenu le statut de pays candidat : la Turquie en 1999, la Croatie en 2004 et l'ancienne République yougoslave de Macédoine en 2005. Tous les autres pays à l'ouest des Balkans sont des candidats potentiels. Ils ont donc vocation à devenir un jour membres de l'UE.

Tous les nouveaux États membres ayant vocation à adopter l'euro à un moment ou à un autre, l'Eurosystème a prêté et continue de prêter une attention toute particulière à l'expansion de l'UE. Le Conseil général de la BCE examine régulièrement les évolutions économiques, financières et monétaires dans les pays candidats et potentiellement candidats. L'Eurosystème a également noué un dialogue étroit avec les banques centrales des pays qui se préparent à entrer dans l'UE. En particulier, avant les vagues précédentes d'adhésion, l'Eurosystème a organisé conjointement avec les banques centrales nationales une série de séminaires sur le processus d'adhésion à l'UE, qui a facilité l'intégration sans heurt des banques centrales des pays candidats dans le SEBC. La BCE a également établi des contacts intensifs et des échanges d'informations, notamment à l'occasion d'un dialogue annuel de haut niveau, avec les banques centrales des pays actuellement candidats à l'adhésion.

ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO

L'euro a commencé par être la monnaie unique de onze États membres. Dix ans plus tard, elle est devenue la devise de quinze États membres. Nous avons déjà assisté à trois élargissements de la zone euro, avec

la Grèce en 2001, la Slovénie en 2007 et Chypre et Malte en 2008. De nouvelles vagues d'élargissement de la zone euro sont attendues dans les années qui viennent.

La voie vers l'adoption de l'euro passe par...

Les pays de l'UE évoluent vers l'adoption de l'euro conformément à une procédure clairement définie, consistant en plusieurs étapes.

... l'intégration au MCE II...

La première étape prend fin lorsqu'un État membre intègre le MCE II. Lors de cette étape, la politique monétaire et de change du pays doit respecter trois exigences clés du Traité. Premièrement, il doit traiter ses politiques de change comme une question d'intérêt commun. Deuxièmement, la stabilité des prix doit être le principal objectif de la politique monétaire. Troisièmement, le pays doit éviter les déficits excessifs (même si des sanctions financières en vertu de la procédure concernant les déficits excessifs sont applicables uniquement après qu'un pays a adopté l'euro).

... le respect d'une marge de fluctuation...

La deuxième phase débute lorsqu'un État membre intègre le MCE II. Dans le cadre de ce mécanisme, la devise d'un pays évolue au sein d'un système de taux de change fixes, mais ajustables autour d'un cours pivot contre euro et au sein d'une marge de fluctuation standard de +/- 15 % autour du cours pivot. Ce mécanisme est l'héritier direct du mécanisme de taux de change en vigueur depuis 1979 jusqu'à l'introduction de l'euro, le 1^{er} janvier 1999. Il joue un rôle stabilisateur, oriente les politiques macroéconomiques vers une voie soutenable et contribue à l'ancrage des anticipations d'inflation. Le MCE II est un test de marché pour les États membres engagés sur la voie de l'adoption de l'euro, les pays étant censés adopter des politiques de stabilité afin de favoriser la stabilité des taux de change et la convergence nominale. Ainsi, la participation au MCE II peut être considérée comme un galop d'essai en vue de l'adoption de l'euro.

... le respect des critères de convergence.

L'adoption de l'euro, qui représente la troisième phase, débute uniquement après qu'un pays a respecté les critères de convergence de manière durable (cf. également la section 4.4). Ces critères sont formulés dans le traité de Maastricht et précisés dans un protocole qui lui est annexé. Ils sont destinés à garantir le caractère durable de la convergence nominale en termes d'évolution des prix, de taux d'intérêt à long terme et de déficit et de dette publique. Par ailleurs, un État membre doit avoir participé pendant une période de deux ans au MCE II en respectant les marges de fluctuation normales et sans avoir subi de tensions graves. Au cours de cette période, le pays en question est tenu d'adapter intégralement sa législation nationale (notamment la législation relative au statut de la banque centrale) au Traité et aux Statuts du SEBC.

La décision visant à déterminer si un État membre a atteint le degré nécessaire de convergence durable pour adopter l'euro est prise lors du Conseil Ecofin, à la suite d'une discussion entre les chefs d'État ou de gouvernement. La décision se fonde sur les rapports de convergence rédigés par la BCE et la Commission européenne, un avis du Parlement européen et une proposition de la Commission européenne. Par ailleurs, le Conseil Ecofin adopte les réglementations nécessaires à l'introduction de l'euro au sein d'un nouveau pays membre, notamment une réglementation fixant le taux de conversion irrévocable entre la devise nationale du pays et l'euro.

Dans l'ensemble, l'UE a défini une procédure claire qui considère l'adoption de l'euro comme l'étape ultime d'un processus de convergence structuré au sein d'un cadre multilatéral. En conséquence, l'euroisation officielle unilatérale ne serait pas compatible avec le Traité.

L'entrée dans la zone euro a plusieurs conséquences opérationnelles et nécessite de très nombreux préparatifs techniques, notamment s'agissant de l'échange des espèces, des instruments nécessaires à la mise en œuvre de la politique monétaire et à la participation aux infrastructures de la zone euro

pour la gestion des paiements et des opérations avec transfert de garanties. L'Eurosystème a également lancé plusieurs campagnes d'information afin de familiariser les professionnels appelés à manipuler des espèces et le public avec l'apparence visuelle et les signes de sécurité des billets et des pièces en euros (à titre d'exemple, par la distribution de brochures d'information aux ménages ou par l'organisation de conférences et de séminaires à l'attention des entreprises). Lors de l'adoption de l'euro, les banques centrales nationales deviennent membres de l'Eurosystème et leurs gouverneurs rejoignent le Conseil des gouverneurs.

2.4 CONCLUSION

Le cadre institutionnel instauré par le traité de Maastricht conjugue une politique monétaire centralisée avec des politiques budgétaires et structurelles décentralisées. En plus de cette claire répartition des responsabilités, il fournit des procédures de coordination appropriées qui tiennent compte de l'interdépendance croissante entre les membres de la zone euro à la suite de l'introduction de la monnaie unique.

D'après l'expérience acquise lors des dix premières années de l'UEM, ce cadre fonctionne bien, comme en témoigne également le nouveau traité de Lisbonne, qui conserve inchangée la substance de ce cadre. Parallèlement, tous les dirigeants politiques n'ont pas toujours respecté leurs engagements et les accords passés au niveau communautaire. En conséquence, si une leçon doit être retenue pour la seconde décennie de l'UEM, c'est que tous les dirigeants politiques doivent assumer leurs responsabilités au sein du cadre de l'UEM. En les assumant, ils garantiront la poursuite du succès de l'UEM.



3 LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE ET SA MISE EN ŒUVRE

Pour remplir son mandat consistant à maintenir la stabilité des prix dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs s'est appuyé dès le début de l'Union monétaire sur une stratégie de politique monétaire annoncée publiquement. Globalement, au cours des dix dernières années, cette stratégie a été très utile à la BCE. Les décisions de politique monétaire ont ancré les anticipations d'inflation à long terme à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Dans le même temps, la souplesse du cadre opérationnel de mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème, ainsi que la gamme étendue d'instruments et de procédures offerts par ce cadre, ont démontré leur efficacité et leur résilience, même en période de turbulences financières.

Ce chapitre est structuré comme suit : la section 3.1 passe brièvement en revue la stratégie de politique monétaire de la BCE. Elle décrit notamment les évolutions enregistrées au cours de la dernière décennie par les analyses économique et monétaire effectuées dans le cadre de la stratégie à deux piliers permettant au Conseil des gouverneurs d'évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix. La section 3.2 montre comment la politique monétaire unique a été conduite en pratique et comment elle a réussi à guider les anticipations d'inflation dans un environnement marqué par des conditions économiques et financières et des défis en perpétuelle évolution. Examinant la conduite de la politique monétaire plus en détail, la section 3.2 distingue cinq phases principales : (1) le passage à l'Union monétaire (mi-1998 à mi-1999) ; (2) le resserrement de la politique monétaire pour contenir les tensions inflationnistes (mi-1999 à fin 2000) ; (3) les baisses des taux directeurs de la BCE (début 2001 à mi-2003) ; (4) le maintien de taux directeurs de la BCE inchangés (mi-2003 à fin 2005) et (5) l'infléchissement progressif de l'orientation accommodante de la politique monétaire depuis la fin 2005. La section 3.3 décrit les instruments opérationnels et les procédures auxquels la BCE a recours pour mettre en œuvre les décisions de politique monétaire. La section 3.4 conclut en tirant quelques enseignements et en indiquant quelques pistes à suivre pour l'avenir.

3.1 LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

POURQUOI LA STABILITÉ DES PRIX ? QUELS EN SONT LES AVANTAGES ?

Le traité sur l'Union Européenne (également appelé le « traité de Maastricht ») établit une hiérarchie claire d'objectifs dévolus à l'Eurosystème en conférant une importance primordiale à la stabilité des prix dans la zone euro. Ce choix se fonde à la fois sur des faits historiques sans ambiguïté et sur la théorie économique. La stabilité des prix soutient un niveau de vie plus élevé par des voies diverses et variées.

La stabilité des prix protège la valeur réelle des revenus et du patrimoine, alors qu'une inflation qui n'avait pas été anticipée conduit inévitablement à une redistribution non voulue et arbitraire de ceux-ci. La stabilité des prix profite notamment aux groupes les plus vulnérables de la société. Ces catégories d'agents affectent une part relativement élevée de leur épargne à des dépôts à vue et à terme, dont la valeur réelle est aisément érodée par l'inflation. En règle générale, leur accès aux marchés financiers est plutôt limité, ce qui leur laisse peu de marge de manœuvre pour échapper au « prélèvement inflationniste »¹. À cet égard, les retraités, qui doivent vivre de leurs pensions de retraite et des économies qu'ils ont accumulées en travaillant tout au long de leur vie, constituent un groupe qui est particulièrement vulnérable. La stabilité des prix contribue ainsi également à la cohésion sociale.

La stabilité des prix,
objectif principal

Les avantages de la stabilité
des prix

¹ Pour une discussion plus détaillée, cf. W. Easterly et S. Fischer, *Inflation and the Poor*, World Bank Policy Research Working Paper n° 2335, 2000.

En outre, dans un environnement de prix stables, il est plus facile pour les gens de distinguer les modifications de prix relatifs (c'est-à-dire, les variations des prix d'un bien ou d'un service déterminé) des changements du niveau général des prix. Cela signifie que les ménages peuvent totalement s'appuyer sur la fonction de signal et d'information que jouent les prix d'un bien ou d'un service déterminé. Dans cet environnement, ils savent que tout mouvement des prix est lié aux variations de « rareté relative » de biens et de services résultant de modifications de l'offre et de la demande portant sur ces biens et ces services. En ce sens, la stabilité des prix facilite leur comparaison et, par conséquent, une prise de décision mieux informée en matière de consommation et d'investissement. Il en résulte un fonctionnement normal et efficace des marchés.

La stabilité des prix contribue également à des niveaux plus faibles de taux d'intérêt, à la fois nominaux et réels. L'inflation entraîne ainsi une érosion de la valeur réelle des actifs nominaux et, par conséquent, dans un environnement inflationniste, les prêteurs exigent généralement une prime de risque contre le risque d'inflation lié à leur investissement. En revanche, cette prime de risque disparaît en partie dans un environnement de stabilité des prix. En réduisant les primes de risque, la stabilité des prix entraîne des niveaux plus faibles de taux d'intérêt réels, ce qui permet de sélectionner un plus grand nombre de projets d'investissements sur la base des taux de rentabilité. À cet égard, des taux d'intérêt plus faibles contribuent à des niveaux plus élevés d'emploi et de croissance économique.

En outre, la stabilité des prix est la meilleure contribution — et, *in fine*, la seule — qu'une politique monétaire crédible puisse apporter à la croissance économique, à la création d'emplois et à la cohésion sociale. Cela reflète le fait que, si le responsable de la politique économique en question ne contrôle qu'un seul instrument, il ne peut atteindre plus d'un objectif à la fois, de la réalisation duquel il peut être tenu pour responsable. Poursuivre des objectifs supplémentaires risquerait de constituer pour la politique monétaire un fardeau excessif et entraînerait *in fine* une inflation et un chômage plus élevés. Elle ne peut en effet exercer d'effet durable sur l'activité économique, comme l'indique le principe général de neutralité à long terme de la monnaie. C'est dans ce contexte que le Traité prévoit une répartition claire et efficace des responsabilités, en assignant à la politique monétaire l'objectif principal de maintien de la stabilité des prix.

Des travaux récents tendent à montrer que la relation entre l'inflation et la croissance pourrait même être négative à long terme, l'augmentation permanente de l'inflation entraînant une amputation du revenu réel². Cela renforce la thèse conférant aux banques centrales des responsabilités claires pour assurer la stabilité des prix. De cette manière, non seulement la politique monétaire minimise les coûts de l'inflation, mais elle contribue également à maximiser la croissance potentielle de l'économie.

ÉLÉMENTS DE LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Quand la stratégie de politique monétaire a été adoptée et annoncée par le Conseil des gouverneurs de la BCE en octobre 1998, c'est-à-dire bien avant le début de l'UEM, on pouvait raisonnablement se demander si cette stratégie serait capable d'appréhender toutes les situations auxquelles la nouvelle zone monétaire devrait faire face. Il apparaît donc opportun de passer en revue les éléments de cette stratégie et d'en préciser le fondement.

La stratégie de politique monétaire a été élaborée à l'appui de travaux préparatoires très étendus réalisés par l'Institut monétaire européen (qui a précédé la BCE). Cette stratégie assure une approche cohérente et systématique de la conduite de la politique monétaire. Elle est constituée de deux composantes principales : en premier lieu, une définition quantitative de l'objectif premier de la BCE, à savoir, la

² Cf. l'article intitulé *Stabilité des prix et croissance* du *Bulletin mensuel* de mai 2008

stabilité des prix et, en second lieu, un cadre à deux piliers permettant de structurer l'analyse sous-jacente de l'évaluation des perspectives d'évolution des prix. Dès le départ, la stratégie de politique monétaire de la BCE a fourni des fondements solides à la conduite et à la communication de la politique monétaire. En 2003, dans le contexte d'une évaluation globale de sa stratégie, le Conseil des gouverneurs a confirmé les principaux éléments de celle-ci.

LA DÉFINITION QUANTITATIVE DE LA STABILITÉ DES PRIX DE LA BCE

Tout en identifiant clairement la stabilité des prix comme étant le principal objectif de la politique monétaire, le Traité ne donne pas de définition quantitative de cet objectif. Pour fournir un point de repère clair permettant au public d'évaluer les résultats de la BCE et en vue d'ancrer les anticipations d'inflation à long terme, le Conseil des gouverneurs a adopté une définition quantitative de la stabilité des prix en 1998, en déclarant que « la stabilité des prix doit être définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro. La stabilité des prix doit être maintenue sur le moyen terme ». En outre, faisant suite à une évaluation approfondie de la stratégie de politique monétaire en 2003, le Conseil des gouverneurs a apporté des éclaircissements en déclarant que, dans le cadre de cette définition de la stabilité des prix, son objectif était de maintenir la hausse de l'IPCH à un « niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme ». Cette approche permet de se prémunir également contre les risques d'une inflation très faible et de déflation.

En adoptant une définition quantitative de la stabilité des prix en 1998, le Conseil des gouverneurs a pris en compte plusieurs caractéristiques propres à la zone euro :

- avant tout, un indice des prix à la consommation à l'échelle de la zone euro — dans le cas qui nous intéresse, l'IPCH (cf. l'encadré 1 du chapitre 8) — est le choix naturel de la BCE pour servir de référence à la stabilité des prix, puisqu'il couvre les dépenses monétaires de consommation finale des ménages dans la zone euro ;
- en deuxième lieu, la définition s'applique à la zone euro dans son ensemble, reflétant le fait qu'au sein d'une union monétaire, la politique monétaire ne peut traiter les questions particulières à chaque pays ;
- en troisième lieu, la définition indique clairement qu'une inflation supérieure à 2 % n'est pas compatible avec la stabilité des prix, principal objectif de la BCE. Toutefois, elle implique aussi que des taux d'inflation très faibles, et notamment la déflation, ne correspondent pas non plus à cette définition.

En outre, la définition de la stabilité des prix souligne l'orientation à moyen terme de la politique monétaire de la BCE. La politique monétaire n'influençant les évolutions des prix qu'avec des décalages temporels significatifs et variables, et seulement dans une mesure qui est incertaine, il est impossible pour une banque centrale de maintenir en permanence un taux d'inflation spécifique prédéfini ou de le ramener dans un laps de temps très court au niveau désiré. Par conséquent, la politique monétaire a besoin d'agir de façon prospective et d'avoir une orientation à moyen terme, ce qui permet d'éviter un activisme excessif et l'introduction d'une volatilité superflue dans l'économie réelle. Par conséquent, une certaine volatilité à court terme des taux d'inflation est inévitable.

LES DEUX PILIERS DE LA STRATÉGIE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

L'approche d'ensemble de la BCE pour analyser les informations pertinentes pour évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix de manière prospective se fonde sur deux perspectives analytiques, souvent appelées les deux piliers. Ce cadre à deux piliers structure l'analyse interne sous-jacente aux délibérations et aux décisions de la BCE en matière de politique monétaire, ainsi que la communication de la BCE à destination des marchés financiers et du grand public.

Un rythme annuel de hausse de l'IPCH inférieur à, mais proche de 2 %...

... à moyen terme

Le cadre de l'approche à deux piliers

L'analyse économique cherche à identifier les risques pesant sur la stabilité des prix à des horizons à moyen et long termes. À cette fin, elle s'efforce de repérer les chocs économiques pertinents pour comprendre les évolutions des prix et les tendances de la production sur des horizons à court et moyen termes, notamment dans le contexte de l'analyse des cycles d'activité. Elle examine un large éventail de l'activité économique, des indicateurs de prix et de coûts, avant tout au niveau global de la zone euro, mais aussi à des niveaux géographiques et sectoriels. Tous ces éléments contribuent à évaluer la dynamique de l'activité réelle et l'évolution probable des prix dans la perspective de l'interaction entre l'offre et la demande de biens, de services et de facteurs, à des horizons à court terme. L'un des éléments clés de l'analyse économique consiste à faire des exercices réguliers de projection des principales variables macroéconomiques dans la zone euro (cf. l'encadré 1). Pour prendre des décisions appropriées, le Conseil des gouverneurs doit être en mesure d'appréhender de façon exhaustive la conjoncture économique et doit avoir connaissance de la nature spécifique et de l'ampleur de toute perturbation économique menaçant la stabilité des prix.

Encadré 1

LA MODÉLISATION DE L'ÉCONOMIE DE LA ZONE EURO

Les modèles de l'économie sont un outil important utilisé en analyse économique dans de nombreuses banques centrales. Ces modèles sont souvent qualifiés de structurels parce qu'ils visent à saisir les principaux déterminants à l'origine des décisions économiques en matière de consommation, d'investissement, etc. Les modèles sont validés empiriquement, ou « estimés », en confrontant leurs implications sur quelques variables macroéconomiques aux résultats observés par le passé. Une fois estimés, les modèles peuvent servir d'outil de laboratoire pour répondre à des questions économiques variées : ils peuvent servir à produire des prévisions des conditions économiques futures ; ils aident à donner une interprétation quantitative de l'effet d'événements économiques particuliers — par exemple, des changements dans la détermination des salaires ou des mesures budgétaires — sur l'économie dans son ensemble ; et ils peuvent servir à évaluer comment les résultats économiques sont affectés par des décisions de politique économique.

Depuis le début de l'année 1999, les modèles macroéconomiques de la BCE n'ont cessé d'être perfectionnés. Le premier modèle décrivant l'économie de la zone au niveau global a été le modèle de la zone euro (*Area wide model* ou AWM) ¹. L'élaboration du modèle AWM a posé des défis spécifiques, en raison des conditions nouvelles créées par l'UEM. Par exemple, la validation empirique du modèle était nécessairement fondée sur des données antérieures à l'Union monétaire, même si l'on peut raisonnablement s'attendre à ce que l'Union monétaire représente un changement dans la structure de l'économie de la zone euro. En outre, il n'était pas facile de disposer rapidement de données à l'échelle de la zone à partir des données des instituts nationaux de la statistique. Elles ont dû être créées par un processus consistant à agréger les données nationales, ce qui a parfois exigé de poser des hypothèses *ad hoc*. Malgré ces difficultés, le modèle AWM a confirmé son utilité comme outil d'analyse quantitative pour les évolutions macroéconomiques de la zone euro. Son approche agrégée de la zone a été suivie par la presque totalité des modèles ultérieurs construits à la BCE ².

Au cours des années, la structure du modèle s'est améliorée dans de nombreuses directions. Dans le même temps, les évolutions de la recherche ont amené à repenser radicalement les exigences fondamentales qu'un modèle économique devait remplir. Le prototype d'une nouvelle génération de modèles économiques, qui s'est avérée utile par la suite dans de nombreuses banques centrales, a été

¹ Cf. G. Fagan, J. Henry et R. Mestre, *An area-wide model (AWM) for the euro area*, Economic Modelling 22, 2005

² Parallèlement au AWM, un modèle multi-pays (*multi-country model* ou MCM) a également été élaboré tôt à la BCE, en collaboration avec les banques centrales. La structure du MCM est très similaire à celle de l'AWM, mais les relations économiques sont estimées au niveau national plutôt qu'au niveau de la zone. Ce modèle peut ainsi donner un moyen important de vérifier la solidité des résultats fondés sur l'AWM.

élaboré à la BCE : le modèle Smets et Wouters de la zone euro ³. Ce modèle est caractérisé par de nombreux développements innovants. Par exemple, il fournit une explication à partir du comportement des entreprises et des ménages (autrement dit, à partir de fondements microéconomiques) aux résultats globaux observés, tels la lenteur de l'ajustement des prix aux évolutions exogènes. Les décisions des ménages et des entreprises ont la possibilité de réagir aux changements de perspectives économiques futures plutôt qu'aux évolutions passées exclusivement. Enfin, le modèle fait l'objet d'une estimation, en prenant en compte toutes les informations pertinentes et est par conséquent à même de concurrencer des outils purement statistiques en termes de prévisions à court terme.

Plus récemment, la structure du modèle Smets et Wouters a été approfondie dans le modèle Christiano, Motto et Rostagno, qui porte une attention toute particulière au rôle des variables monétaires et financières dans la structure de l'économie ⁴. Ce modèle comprend un secteur bancaire explicite qui fournit des prestations de services d'intermédiation entre emprunteurs et prêteurs et génère un rôle non trivial pour les agrégats monétaires dans l'économie. Il intègre également la transmission endogène des taux directeurs aux taux de prêt facturés aux entreprises, qui incorporent une prime de risque pour tenir compte de la probabilité de défaut des emprunteurs.

Enfin, une nouvelle version à fondements microéconomiques de l'AWM, ou un nouvel AWM (le NAWM), a été élaborée pour remplacer l'AWM comme outil principal sous-jacent des exercices de projection macroéconomiques ⁵. Comparé aux modèles mentionnés antérieurement, il inclut des caractéristiques d'économie ouverte pour pouvoir intégrer dans les projections des hypothèses concernant notamment les évolutions externes. Il est particulièrement adapté à la réalisation d'analyses sous forme de simulations de scénarios et à l'évaluation de l'incertitude des prévisions. La version de ce modèle utilisée pour les projections est complétée par une version plus détaillée, mais calibrée, pour traiter un éventail plus large de questions de politique économique.

Les modèles mathématiques de l'économie ont joué un rôle important comme outil d'analyse quantitative des conditions économiques et monétaires actuelles dans la zone euro. Néanmoins, tous ces modèles restent hautement stylisés dans un certain nombre de leurs dimensions. Un traitement plus satisfaisant de la politique budgétaire et une structure plus riche du marché du travail sont quelques-unes des pistes actuellement suivies pour perfectionner les modèles existants. Dans tous les cas, les simulations des modèles structurels ne peuvent représenter que l'un des nombreux éléments pris en compte par le Conseil des gouverneurs dans son évaluation globale des perspectives des évolutions des prix dans la zone euro.

³ Cf. F. Smets et R. Wouters, *An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the Euro Area*, Journal of the European Economic Association 1, 2003

⁴ Cf. L. Christiano, R. Motto et M. Rostagno, *The Great Depression and the Friedman-Schwartz hypothesis*, Journal of Money, Credit and Banking 35(6), décembre 2003, et L. Christiano., R. Motto et M. Rostagno, *Shocks, structures or policies? The EA and the US after 2001*, Journal of Economic Dynamics and Control, à paraître

⁵ Cf. K. Christoffel, G. Coenen et A. Warne, *The new area-wide model of the euro area: specification, estimation results and properties*, mimeo, juin 2007, et G. Coenen, P. McAdam et R. Straub, *Tax reform and labour-market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the new area-wide model*, Journal of Economic Dynamics and Control, à paraître

L'analyse monétaire cherche à identifier les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes. Dans ce contexte, les évolutions monétaires et les évolutions du crédit, ainsi que leurs déterminants, jouent un rôle distinct, étant donné que la croissance monétaire et l'inflation sont étroitement liées sur le long terme (cf. graphique 1). Cela reflète le principe économique fondamental selon lequel, à long terme, l'inflation est toujours un phénomène monétaire. Notamment, attribuer un rôle prédominant à la monnaie préserve l'orientation à moyen terme de la politique monétaire de la BCE. Le graphique démontre les liens étroits existant entre les composantes à basse fréquence de l'inflation et la croissance monétaire, la dynamique monétaire précédant les évolutions de l'inflation (et partant constituant un élément prédictif de celle-ci).

L'analyse monétaire...

... s'appuie sur une large batterie d'indicateurs...

En fait, l'analyse monétaire s'appuie sur une large batterie d'indicateurs monétaires, financiers et économiques en se servant d'une gamme diversifiée d'instruments et de techniques complémentaires qui — parallèlement au jugement d'expert — permettent d'identifier en temps réel la tendance à long terme des évolutions monétaires et d'évaluer les implications pour les risques pesant sur la stabilité des prix. Afin de signaler son attachement à l'analyse monétaire dans le contexte de sa stratégie et pour fournir une référence en matière d'évaluation des évolutions monétaires, la BCE a annoncé une valeur de référence de 4,5 % du taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large M3 en décembre 1998³. Une période prolongée de croissance de cet agrégat au-dessus de la valeur de référence augure de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix. Le choix de M3 était fondé sur le fait que cet agrégat monétaire affichait une relation étroite avec le niveau des prix. Cela étant, il était clairement indiqué dès le départ que la politique monétaire ne réagirait pas mécaniquement aux écarts de croissance de M3 par rapport à la valeur de référence.

... et a évolué au fil du temps.

Il est important de remarquer que les outils servant à identifier les risques pesant sur la stabilité des prix ont évolué et se sont améliorés au fil du temps, à la lumière des défis posés à l'analyse monétaire par des évolutions diverses et variées, et notamment par le rythme rapide de l'innovation financière. Confronté au besoin permanent d'améliorer ses outils d'analyse pour identifier les risques pesant sur la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a décidé, en 2007, de continuer à améliorer son analyse monétaire en explorant quatre pistes :

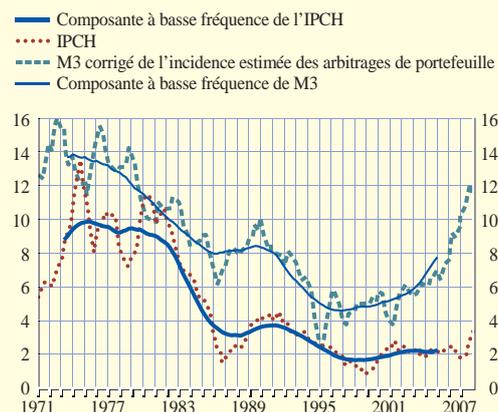
- en premier lieu, en affinant et en élargissant les modèles de demande de monnaie, afin d'améliorer la compréhension du comportement des agrégats monétaires dans le temps et selon les secteurs ;
- en deuxième lieu, en améliorant la robustesse des indicateurs de risques inflationnistes fondés sur la monnaie, de manière à pouvoir les utiliser davantage à l'avenir pour guider les décisions de taux visant au maintien de la stabilité des prix ;
- en troisième lieu, en développant et en affinant les modèles structurels qui intègrent le rôle actif de la monnaie et du crédit dans la détermination de la dynamique de l'inflation, pour étayer l'évaluation des évolutions monétaires ;
- enfin, en continuant à approfondir le cadre analytique pour améliorer le recoupement des informations et de l'analyse provenant des deux piliers.

Surtout, l'approche du cadre à deux piliers augmente la robustesse de l'évaluation faite par le Conseil des gouverneurs en matière de politique monétaire, compte tenu de l'incertitude des données et des modèles.

³ Cet agrégat comprend la monnaie en circulation, 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 trois mois, les pensions, les titres d'OPCVM monétaires ainsi que les titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans.

Graphique I Relation entre l'IPCH et M3 dans la zone euro

(taux de croissance annuels, la composante à basse fréquence correspond à une périodicité > 10 ans)

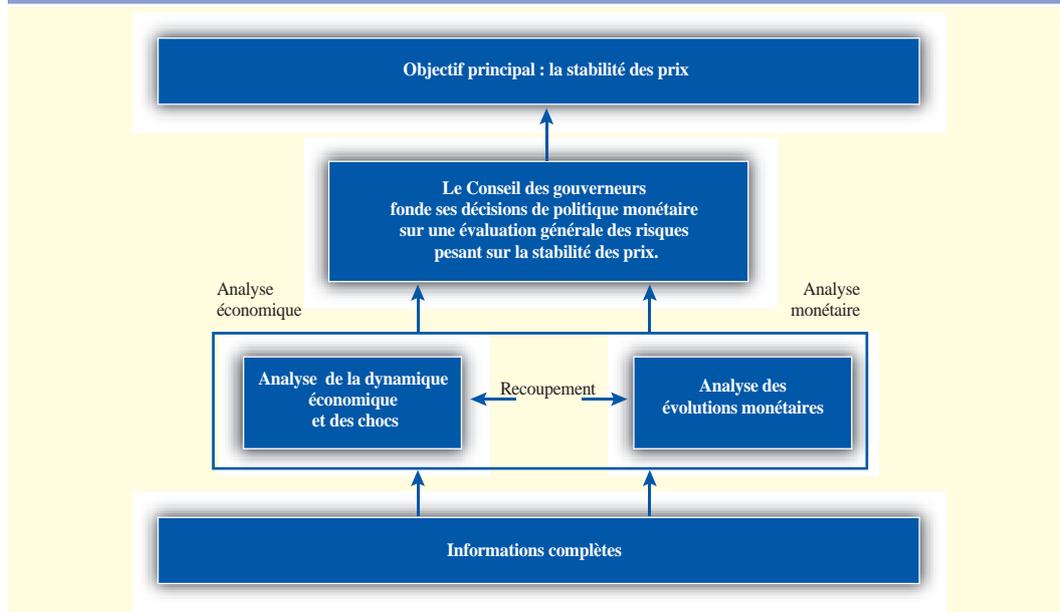


Source : Calculs de la BCE

Note : Les composantes à basse fréquence sont calculées à partir de l'application d'un filtre passe-bande symétrique de longueur constante de Christiano et Fitzgerald aux taux de croissance trimestriels annualisés. Le pic de la croissance monétaire précède l'inflation de huit à douze trimestres.

Le recoupement des informations permet une évaluation globale cohérente.

Graphique 2 Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE



Notamment, toutes les complémentarités entre les deux piliers sont exploitées, ce qui constitue la meilleure manière d'assurer une utilisation cohérente et efficace de la totalité des informations pertinentes pour évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix. Le recoupement croisé régulier des résultats de l'analyse économique avec ceux de l'analyse monétaire permet de disposer d'une évaluation globale cohérente, prenant en compte les informations relatives à la fois aux horizons à court et à long termes. Ainsi le risque d'erreurs en matière de prise de décisions résultant d'une confiance excessive placée dans un seul indicateur, une seule prévision ou un seul modèle est réduit. Le graphique 2 résume les éléments clés de l'approche à deux piliers et le rôle qu'elle joue dans la conduite de la politique monétaire.

Après près de dix ans d'expérience pratique, la stratégie de la BCE a fourni un cadre fiable et robuste pour évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix et pour communiquer efficacement l'orientation de la politique monétaire aux marchés financiers et au public. Le fait qu'il n'y ait pas eu besoin d'en modifier les éléments clés constitue un témoignage du caractère adapté de la stratégie de politique monétaire de la BCE. Ces dernières années, plusieurs éléments de la stratégie de la BCE ont été intégrés dans les cadres de politique monétaire d'autres banques centrales. L'orientation à moyen terme a connu une popularité croissante chez les banques centrales ayant une stratégie fondée sur une cible d'inflation, banques centrales qui ont admis de plus en plus la nécessité de disposer d'un horizon temporel plus flexible.

De manière similaire, le cadre de la stratégie à deux piliers fondé sur une approche globale séduit de plus en plus, en raison de sa capacité à intégrer dans un cadre unique la totalité des informations pertinentes, que ces informations soient conjoncturelles, fondées sur des modèles ou sur des jugements d'expert. En outre, son pilier explicitement monétaire garantit l'orientation à moyen terme de la stratégie de politique monétaire de la BCE et contribue à l'enrichissement de l'expertise de la BCE dans le domaine de la monnaie et du crédit. Le lien étroit existant entre les évolutions monétaires et les déséquilibres en formation sur les marchés du crédit et les marchés d'actifs implique que l'analyse monétaire permette d'identifier ces déséquilibres à un stade précoce et de répondre en temps utile et de façon prospective aux risques implicites qui pèsent sur la stabilité des prix. À cet égard, l'analyse monétaire s'est avérée un atout particulièrement appréciable en période de tension sur les marchés de capitaux.

Une approche innovante
et robuste

Des perspectives favorables pour les prix et incertaines pour la croissance...

... ont entraîné un assouplissement monétaire à la veille de l'UEM.

3.2 LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO ET SES RÉSULTATS EN TERMES DE STABILITÉ DES PRIX ⁴

La section passe en revue l'histoire des réalisations de la politique monétaire unique depuis janvier 1999, date à laquelle elle a été mise en œuvre. Pour faciliter la présentation de l'orientation de la politique monétaire unique (cf. graphique 3) dans le contexte de situations et de défis changeants, il apparaît utile de distinguer cinq phases.

LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

PHASE I – LE PASSAGE À L'UNION MONÉTAIRE (MI-1998 À MI-1999)

L'Eurosystème a été investi de la politique monétaire unique à une époque où les taux d'inflation de la zone euro étaient plutôt faibles et où les perspectives d'évolution des prix étaient favorables (cf. graphique 4). Dans le même temps, l'activité économique a continué de croître dans un environnement de taux d'intérêt très bas (cf. graphiques 5 et 6), les conditions d'une croissance durable restant en place. Toutefois, pendant l'année 1998, les soubresauts des crises financières en Asie en 1997 et en Russie en août 1998, conjugués au quasi-effondrement du *hedge fund* LCTM en septembre 1998, ont alimenté une volatilité élevée sur les marchés de capitaux et entraîné des fluctuations brutales de la confiance des investisseurs. À la suite de ces tensions prolongées sur les marchés, les perspectives de croissance économique de la zone euro ont été assombries par un niveau d'incertitude très élevé, qui s'est traduit non seulement par des révisions à la baisse des prévisions de croissance pour 1998 dans son ensemble, mais aussi par des projections de croissance plus faible en 1999.

Au cours de 1998, la politique monétaire des pays de la zone euro est passée graduellement d'un cadre national à une vision d'ensemble élargie à la zone euro. Dans le contexte de perspectives favorables de stabilité des prix, le processus de convergence s'est effectué par une réduction graduelle des taux d'intérêt officiels vers les niveaux les plus faibles existant dans ce qui allait bientôt devenir la zone euro.

⁴ Toutes les références aux données relatives à la croissance du PIB en volume et à la hausse de l'IPCH renvoient à des données révisées disponibles à la date d'arrêt des statistiques figurant dans ce bulletin (31 mars 2008). Le fait d'utiliser des données révisées actualisées de préférence aux données en temps réel disponibles au moment où les décisions de politique monétaire ont été prises ne modifie pas la ligne de raisonnement sous-jacente aux délibérations et aux décisions de politique monétaire analysées dans la présente section.

Graphique 3 Taux directeurs de la BCE depuis janvier 1999

(en pourcentage annuel)

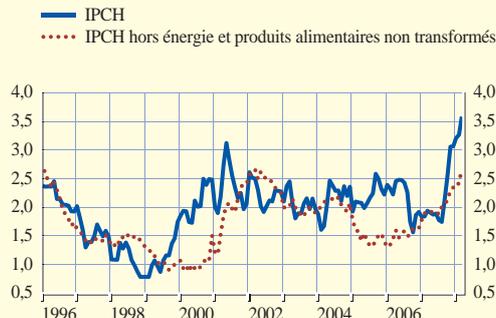


Source : BCE

Note : Le taux appliqué aux opérations principales de refinancement correspond, pour les opérations réglées avant le 28 juin 2000, à celui des appels d'offres à taux fixe. Pour les opérations réglées après cette date, il s'agit du taux de soumission minimal appliqué aux appels d'offres à taux variable.

Graphique 4 IPCH de la zone euro

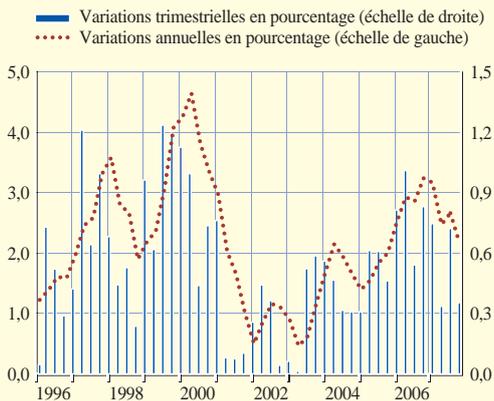
(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat

Graphique 5 PIB en volume de la zone euro

(variations en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Graphique 6 Taux d'intérêt nominaux à court et long termes dans la zone euro

(en pourcentage annuel)



Sources : BCN, Global Financial data, BRI, Reuters et BCE

Ce processus de convergence s'est accéléré au cours des derniers mois de 1998. Il a culminé le 3 décembre 1998, quand toutes les banques centrales nationales de la zone euro ont abaissé leurs taux directeurs à 3 % de façon coordonnée (à l'exception de la Banca d'Italia, qui a ramené son taux d'escompte à 3,5 %). Ce mouvement coordonné des taux d'intérêt avait pour objet d'être analysé comme une décision de fait quant au niveau des taux d'intérêt de l'Eurosystème au moment du début de la phase III de l'UEM — en tant que tel, il constituait le démarrage *de facto* de l'Union monétaire en Europe.

Au début de l'année 1999, le Conseil des gouverneurs a été confronté à des signaux conflictuels émanant de ses analyses économique et monétaire. D'une part, il devenait de plus en plus clair que, en moyenne, les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme étaient en grande partie orientés à la baisse. Les taux d'inflation étaient très bas par rapport aux normes historiques et significativement inférieurs au plafond fixé par la définition de la stabilité des prix donnée par la BCE, alors qu'apparaisaient

Avec des risques à la baisse pesant sur la stabilité des prix...

Chart 7 Cours du Brent

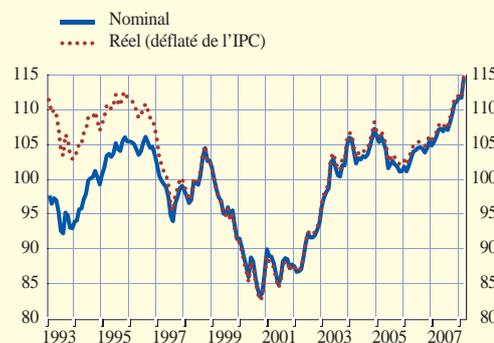
(en dollars par baril)



Sources : FMI et BCE

Graphique 8 Taux de change effectif nominal et réel de l'euro

(données mensuelles ; indice calculé par rapport aux devises des 22 principaux partenaires commerciaux 1999 = 100)



Source : BCE

Note : Les pondérations utilisées pour agréger les taux de change « théoriques » de l'euro avant 1999 sont fondées sur la part de chaque pays de la zone euro dans le total des échanges de produits manufacturés de la zone euro vis-à-vis des pays qui n'en font pas partie (cf. annexe II.6 de l'Étude n° 2 de la BCE concernant des sujets spécifiques, 2002).

des signes de net ralentissement économique. D'autre part, après un recul prolongé jusqu'à des niveaux inférieurs à 10 dollars à la fin de l'année 1998 et au début de 1999, les prix du pétrole ont recommencé à augmenter à partir de la mi-février 1999 (cf. graphique 7). En outre, pendant les premiers mois de l'année 1999, l'euro s'est déprécié en termes effectifs (cf. graphique 8). Ces deux facteurs étaient susceptibles d'exercer des pressions à la hausse sur les prix.

Le taux de croissance de M3 a connu une augmentation, passant de niveaux proches de la valeur de référence à des niveaux bien au-dessus de 5 %, alors que les prêts consentis au secteur privé continuaient d'enregistrer une croissance rapide

de l'ordre de 10 % (cf. graphique 9). Toutefois, étant donné l'écart relativement modeste par rapport à la valeur de référence et les incertitudes qui entouraient l'analyse des évolutions monétaires à cette époque (incertitudes liées aux changements statistiques consécutifs au passage à l'Union monétaire), l'on ne considérait pas qu'une croissance supérieure de M3 reflétait véritablement le taux sous-jacent de l'expansion monétaire. De ce fait, le Conseil des gouverneurs n'a pas interprété les signaux provenant de l'analyse monétaire comme impliquant des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à des horizons à moyen et long termes.

Partant de ce tableau d'ensemble, le 8 avril 1999, le Conseil des gouverneurs a réduit le taux fixe des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 50 points de base, le ramenant à 2,5 %. L'abaissement des taux directeurs de la BCE a été adopté comme une mesure de précaution visant à préserver la stabilité des prix à moyen terme et ainsi à mieux exploiter le potentiel de croissance de l'économie de la zone euro.

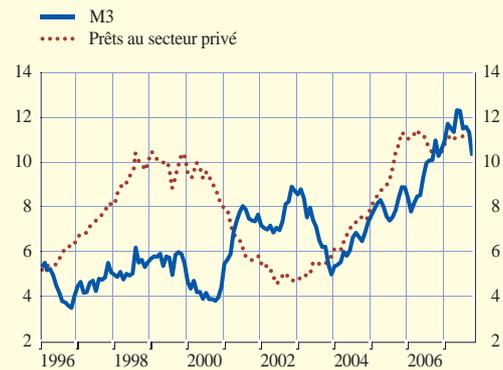
PHASE 2 – RELÈVEMENT DES TAUX POUR CONTENIR LES PRESSIONS INFLATIONNISTES (MI-1999 À FIN 2000)

Pendant cette période, de fortes augmentations des cours du pétrole et une hausse générale des prix à l'importation ont continué d'exercer une pression à la hausse sur les prix à court terme. Vers la fin de l'année 2000, les cours du pétrole et les prix des importations avaient atteint des niveaux qui n'avaient pas été enregistrés depuis le début des années quatre-vingt-dix. Dans la mesure où ces augmentations étaient plus importantes et duraient plus longtemps que ce qui avait été prévu antérieurement, les risques d'effets indirects et de second tour sur la hausse des prix à la consommation découlant du processus de fixation des salaires et des prix ont fortement augmenté dans le contexte d'une croissance économique soutenue. Ces préoccupations ont été aggravées par l'évolution du taux de change de l'euro. Sa dépréciation tendancielle s'est poursuivie pendant la période, pour s'accélérer tout particulièrement au second semestre 2000, période durant laquelle il s'est encore écarté davantage des fondamentaux sains de la zone euro. Au total, la balance des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme a été révisée à la hausse.

L'activité économique de la zone euro a enregistré une croissance très rapide au début de la décennie, évolution susceptible de se prolonger compte tenu de conditions extérieures favorables. Le dynamisme de l'économie mondiale au cours du premier semestre 2000 a renforcé l'optimisme des investisseurs, notamment dans le secteur de la « nouvelle économie ». Ce sentiment positif s'est traduit par une montée en flèche des indices des marchés boursiers de toutes les grandes économies, y compris de la zone euro, qui ont atteint un niveau record au cours du premier semestre 2000.

Graphique 9 M3 et prêts au secteur privé

(taux de croissance annuels)



Source : BCE

... les taux directeurs de la BCE ont été réduits en avril 1999.

Des tensions sur les prix, ...

... conjuguées à une croissance économique rapide...

En ce qui concerne l'analyse monétaire, une expansion monétaire prolongée au-dessus de la valeur de référence dénotait de plus en plus des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à des horizons à moyen et long termes, courant 1999 et début 2000. Nonobstant un ralentissement graduel pendant l'été 2000, les données disponibles ont continué à confirmer l'existence de risques à la hausse augurant de tensions inflationnistes dans un environnement caractérisé par une croissance économique demeurée vigoureuse. Dans l'ensemble, à l'exception des tout premiers mois de 1999, ce signal correspondait largement à celui qui provenait de l'analyse économique.

Dans ce contexte de tensions inflationnistes croissantes, il apparaissait clairement que l'orientation à la baisse des risques pesant sur la stabilité des prix, risques qui avaient été identifiés à l'époque de la réduction des taux directeurs de la BCE en avril 1999, n'était plus d'actualité. Les analyses économique et monétaire de la BCE convergeant dans le sens de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux directeurs de la BCE de 225 points de base au total, entre novembre 1999 et octobre 2000, portant ainsi le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème à un niveau de 4,75 % en octobre 2000.

PHASE 3 – AJUSTEMENT À LA BAISSÉ DES TAUX DIRECTEURS DE LA BCE (DÉBUT 2001 À MI-2003)

Au cours de cette période, le Conseil des gouverneurs a abaissé les taux directeurs de la BCE de 275 points de base au total, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème étant ramené à un niveau historiquement bas de 2 % en juin 2003. Il s'agit là du niveau le plus faible des taux d'intérêt constatés en Europe depuis la Seconde guerre mondiale. Cette orientation était conforme à l'objectif de maintenir la hausse de l'IPCH à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme. En adoptant une politique de baisse des taux d'intérêt, le Conseil des gouverneurs répondait à un recul continu des tensions inflationnistes, qui avait été déclenché par une dégradation des perspectives de croissance économique dans le sillage des chocs importants qui avaient frappé l'économie mondiale et les marchés internationaux de capitaux. Événement le plus marquant, les attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis ont accru le degré d'incertitude économique et miné la confiance, ce qui pouvait non seulement renforcer la tendance baissière déjà existante de l'activité économique, mais aussi perturber le fonctionnement des marchés ⁵.

En ce qui concerne les évolutions des prix, le rythme annuel de hausse de l'IPCH a continué à augmenter en 2000 et pendant le premier semestre 2001, malgré une baisse marquée des cours du pétrole et une appréciation significative du taux de change de l'euro par rapport à toutes les principales devises. L'appréciation de l'euro s'est produite dans le sillage des interventions concertées des banques centrales sur le marché des changes en septembre et en novembre 2000. Le taux annuel de progression de l'IPCH, qui s'établissait à 2,0 % en janvier 2001, a atteint 3,1 % en mai 2001. Cette augmentation était due, principalement, à des hausses substantielles des cours de l'énergie et des prix des produits alimentaires non transformés, hausses consécutives à des épidémies dans plusieurs pays de la zone euro. Ces hausses de prix ont entraîné des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, évolution qui apparaît également dans les projections macroéconomiques des experts de l'Eurosystème/de la BCE en ce qui concerne l'IPCH, dont les projections ont été révisées significativement à la hausse à cette époque.

Toutefois, les préoccupations relatives aux effets de second tour se sont dissipées avec le temps, au fur et à mesure que les perspectives de l'économie de la zone euro continuaient à se dégrader, dénotant ainsi une certaine modération des tensions inflationnistes résultant de la demande intérieure, et de moindres risques pesant sur la stabilité des prix en raison des salaires. En fait, vers la fin 2001, les pressions à

... et à une croissance monétaire prolongée...

... ont entraîné un relèvement des taux directeurs de la BCE entre novembre 1999 et octobre 2000.

Réduction des taux directeurs de la BCE à des niveaux historiquement bas

Un recul des pressions sur les prix...

⁵ Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 17 décembre 2001, de réduire les taux directeurs de la BCE de 50 points de base. Cette décision a été prise de concert avec une baisse de même ampleur décidée par le Comité fédéral de l'*open market* du Système fédéral de réserve, pour répondre rapidement aux circonstances exceptionnelles de ce choc.

... en réaction
à un fléchissement
de la croissance, ...

court terme se sont atténuées et le rythme annuel de hausse de l'IPCH a fléchi. Dans l'ensemble, il s'est établi à 2,3 % et 2,2 % en 2001 et en 2002, respectivement, contre 2,1 % en 2000. Ce tableau est resté largement inchangé au cours du premier semestre 2003, l'IPCH demeurant au-dessus de 2 %. Toutefois, l'on s'attendait à ce que le ralentissement du rythme de l'activité économique et l'appréciation significative de l'euro depuis le printemps 2002 amortissent les tensions inflationnistes. En fait, en juin 2003, il y avait des raisons de s'attendre à ce que le rythme annuel de hausse de l'IPCH s'établisse à des niveaux nettement inférieurs à 2 % à moyen terme. Ce tableau d'ensemble apparaissait également dans les projections macroéconomiques de juin 2003 effectués par les experts de l'Eurosystème et dans les prévisions d'autres institutions internationales au deuxième trimestre 2003.

Dans le sillage d'indications préliminaires, datant de la fin 2000, selon lesquelles l'augmentation des cours du pétrole pouvait avoir contribué à un ralentissement économique de la zone euro, ce dernier s'est trouvé confirmé en 2001. Dans le prolongement des attentats du 11 septembre, il apparaissait de plus en plus clairement que le ralentissement économique de la zone euro se prolongerait plus longtemps que ce qui était prévu. L'on s'attendait à ce que la demande externe continue à reculer et l'on considérait que le degré élevé d'incertitude engendré par les attentats retarderait probablement la reprise de la demande intérieure. Toutefois, bien que le début de l'année 2002 ait vu une reprise économique modérée dans la zone euro, cette reprise s'est essoufflée au cours de l'année. Les principaux moteurs de cette évolution ont été le regain des turbulences sur les marchés de capitaux pendant l'été et les tensions géopolitiques aiguës du second semestre, assorties de conséquences négatives sur les cours du pétrole et sur la confiance.

Dans l'ensemble, la croissance économique de la zone euro a été plutôt faible en 2002, le PIB en volume n'augmentant que de 0,9 % contre 1,9 % en 2001, soit une évolution inférieure à la croissance potentielle en 2001 et en 2002. Cette performance n'a pas fondamentalement changé en 2003, le PIB en volume au premier semestre enregistrant une stagnation, dans le sillage de l'escalade des tensions géopolitiques liées à la situation en Irak et de l'incertitude existant sur les marchés. Dans ce contexte, les risques pesant sur les perspectives de croissance sont demeurés orientés à la baisse.

... tandis que la demande
d'actifs liquides augmentait
compte tenu du degré élevé
d'incertitude.

En ce qui concerne l'analyse monétaire, la croissance annuelle de M3, après une relative modération en 2000 et au début 2001, a amorcé une forte accélération à partir du milieu de l'année 2001. Toutefois, cette augmentation n'a pas été interprétée comme impliquant des risques pour la stabilité des prix à des horizons à moyen et long termes et ce, pour plusieurs raisons. En premier lieu, une partie de la hausse de la croissance de M3 reflétait un plus grand besoin des agents économiques en encaisses de transaction, afin d'ajuster le niveau de ces encaisses aux augmentations des cours de l'énergie et des produits alimentaires. En second lieu, la courbe relativement plate des rendements existant à l'époque, ainsi que le faible coût corrélatif d'opportunité induit par la détention d'encaisses monétaires, rendait cette dernière plus attrayante que celle d'instruments à long terme plus risqués. Enfin, et plus fondamentalement, les incertitudes entourant l'interprétation des évolutions monétaires étaient accrues par l'incidence des réaménagements considérables de portefeuille des investisseurs, qui ont effectué des arbitrages au détriment des actions et d'autres actifs financiers à long terme et en faveur d'actifs monétaires plus liquides inclus dans M3. Ces réaménagements de portefeuille ont été effectués en réaction aux incertitudes persistantes qui ont suivi la correction des marchés mondiaux observée depuis le printemps 2000 et les attentats du 11 septembre 2001, en vue de constituer une épargne de précaution. L'ampleur et les causes de ces arbitrages de portefeuille étaient sans précédent et, en tant que telles, s'expliquaient par un degré d'incertitude exceptionnellement élevé.

Dans l'ensemble, le Conseil des gouverneurs a estimé que ces réaménagements étaient un phénomène provisoire, bien que susceptible de se prolonger, qui se dissiperait après la normalisation des conditions économiques, financières et géopolitiques. Cette évaluation s'appuyait sur le fait que la croissance

annuelle des prêts au secteur privé continuait à reculer, notamment les prêts aux sociétés non financières, dans un contexte conjoncturel atone. Ainsi, le signal donné à la politique monétaire provenant de l'analyse monétaire au cours de cette phase a été plutôt nuancé. D'une part, la prise en considération des arbitrages de portefeuille pouvait indiquer que la forte croissance de M3 ne devait pas être analysée comme impliquant des tensions inflationnistes à des horizons à moyen et long termes. D'autre part, la croissance de M3, corrigée de l'impact estimé des réaménagements de portefeuille, est restée plutôt soutenue, impliquant ainsi des risques à la hausse affectant l'interprétation de la dynamique monétaire et, partant, la perspective des évolutions de prix à moyen et long termes. Ce message était particulièrement important en 2002 et en 2003, alors même qu'il était question durant cette période de l'émergence de risques déflationnistes pour la zone euro ⁶.

PHASE 4 – ABSENCES DE CHANGEMENT DES TAUX DIRECTEURS DE LA BCE (MI-2003 À FIN 2005)

À partir de juin 2003, le Conseil des gouverneurs a maintenu les taux directeurs de la BCE inchangés pendant deux ans et demi, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement demeurant au niveau historiquement bas de 2 %.

Du côté des prix, au second semestre 2003, la hausse de l'IPCH n'a pas fléchi aussi vite et aussi fortement que les prévisions antérieures ne le laissaient présager, principalement en raison d'évolutions défavorables des prix des produits alimentaires et d'une hausse des cours du pétrole supérieure aux prévisions — bien que cette hausse ait été atténuée par l'appréciation de l'euro. En outre, les relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés à la fin de l'année 2003 et au début de l'année 2004 ont eu des conséquences négatives sur les taux d'inflation. Malgré les augmentations importantes des cours des matières premières et de l'énergie et dans le contexte d'une reprise de la croissance économique assez modérée, les tensions inflationnistes sous-jacentes d'ordre interne sont restées contenues pendant toute l'année 2004 et pendant la plus grande partie de l'année 2005. En particulier, les hausses des salaires ont été moins fortes pendant cette période. Néanmoins, l'inflation est restée quelque peu élevée en 2005, principalement en raison de fortes augmentations des cours de l'énergie et, dans une moindre mesure, de la hausse des prix administrés et des impôts indirects. Dans l'ensemble, le rythme annuel de hausse de l'IPCH s'est établi à 2,2 % en 2005, soit légèrement au-dessus du taux de 2,1 % observé pendant les deux années précédentes. Au fur et à mesure que l'année 2005 passait, l'analyse économique a indiqué que les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix augmentaient, notamment en ce qui concerne les effets potentiels de second tour résultant de la hausse des cours du pétrole sur la fixation des salaires et des prix.

En ce qui concerne l'activité économique, le second semestre 2003 a enregistré une embellie, à la faveur d'une forte progression des exportations de la zone euro alimentée par le regain de dynamisme de l'économie mondiale. Bien que la demande intérieure soit restée faible pendant la seconde moitié de l'année 2003, les conditions de sa reprise semblaient être en place, en raison notamment du faible niveau des taux d'intérêt et de conditions de financement généralement favorables. En outre, des ajustements en cours dans le secteur des entreprises visant à améliorer la productivité et la rentabilité du secteur venaient conforter les prévisions de reprise graduelle de l'investissement. Dans l'ensemble, toutes les prévisions et les projections publiées au second semestre 2003, y compris les projections macroéconomiques des experts de l'Eurosystème publiées en décembre, dénotaient un renforcement continu de la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2004 et en 2005.

En fait, la reprise de l'activité économique dans la zone euro, amorcée pendant la seconde moitié de 2003, s'est poursuivie en 2004 et en 2005. Le PIB en volume a augmenté de 0,5 % en moyenne en

Les taux directeurs
de la BCE inchangés
pendant deux ans et demi

La pression des prix
intérieurs est restée contenue.

La reprise économique
est en cours.

⁶ Dans ce contexte, il est important de remarquer que les réaménagements de portefeuille observés pendant cette période peuvent aussi être interprétés comme un signe de confiance dans la solidité du secteur bancaire européen, dissipant ainsi les préoccupations sur le possible développement d'une déflation financière dans la zone euro.

La dynamique monétaire s'est ralentie en 2003 et début 2004...

... avant de s'accélérer à partir de 2004.

L'infléchissement de la politique monétaire accommodante

glissement trimestriel pendant la première moitié de 2004, soit le taux le plus élevé enregistré depuis le premier semestre 2000. Il s'est quelque peu ralenti au second semestre 2004 et pendant le premier semestre 2005. Ce ralentissement était dû en partie à l'augmentation des cours du pétrole, à une décélération provisoire de la croissance économique mondiale et aux effets différés de l'appréciation antérieure de l'euro. Toutefois, l'on considérait que les conditions d'un renforcement de l'activité économique demeuraient en place, malgré des risques à la baisse pesant sur la croissance, en liaison avec la faible confiance des consommateurs, des cours du pétrole élevés et volatils et des déséquilibres mondiaux. Au plan externe, la croissance de l'économie mondiale restait forte, soutenant ainsi les exportations de la zone euro. Au plan intérieur, des conditions de financement très favorables, la forte rentabilité du secteur des entreprises et les restructurations effectuées ont constitué un environnement favorable à l'investissement. La croissance de la consommation privée devait bénéficier des perspectives de hausse du revenu disponible réel dans le contexte d'une croissance plus forte de l'emploi et d'une inflation plus faible. De fait, au cours de la seconde moitié de 2005, l'expansion de l'activité économique dans la zone euro s'est accélérée de nouveau.

S'agissant de l'analyse monétaire, l'incertitude économique et financière a commencé à reculer et les réaménagements de portefeuille à se normaliser, principalement en réaction aux évolutions en Irak jusqu'à la mi-2003. En conséquence, la croissance annuelle de M3 a connu un ralentissement substantiel entre la mi-2003 et la mi-2004, au fur et à mesure que les réaménagements de portefeuille en actifs monétaires étaient dénoués. Toutefois, conformément à une interprétation symétrique de l'impact de ces réaménagements sur le signal concernant les décisions à adopter en matière d'évolution monétaire, ce recul de la croissance de M3 ne fut pas interprété comme impliquant de moindres tensions inflationnistes à des horizons à moyen et long termes. Bien au contraire, il a été analysé comme un élément de confirmation de l'opinion selon laquelle le niveau d'incertitude et d'aversion au risque revenait graduellement aux normes historiques. En fait, la série de M3 corrigée de l'impact estimé des réaménagements de portefeuille a poursuivi sa croissance à un rythme soutenu et légèrement plus élevé pendant toute cette période, donnant l'impression qu'il y avait une dichotomie entre le rythme sous-jacent de l'expansion monétaire et celui nettement plus faible de la croissance de M3. En outre, le taux annuel de croissance des prêts au secteur privé a crû au second semestre 2003.

Au cours de l'année 2004, l'analyse monétaire a confirmé la poursuite du dénouement des réaménagements de portefeuille, même si ce dernier s'est effectué à un rythme plus lent que celui auquel on se serait attendu à la lumière des profils passés de dénouement des encaisses liquides. Néanmoins, le taux de croissance annuel de M3 a augmenté à partir de la mi-2004. En 2005, la dynamique monétaire s'est accélérée et a été interprétée comme impliquant des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à des horizons à moyen et long termes. En particulier, la forte expansion de la monnaie et du crédit constatée depuis mi-2004 reflétait l'effet stimulant du niveau très faible des taux d'intérêt alors en vigueur dans la zone euro et, par la suite, le regain de dynamisme de l'économie de la zone euro, plutôt que les réaménagements de portefeuille effectués entre 2001 et 2003. Cette croissance monétaire vigoureuse a continué à contribuer à la liquidité déjà importante de la zone euro, indiquant ainsi des risques à la hausse croissants pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes.

PHASE 5 – INFLÉCHISSEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ACCOMMODANTE (DEPUIS FIN 2005)

Depuis la fin 2005, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux directeurs de la BCE de 200 points de base au total, portant le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème à un niveau de 4 % à la fin du mois de juin 2007. Cet ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire était nécessaire pour traiter les risques pesant sur la stabilité des prix, risques identifiés à la fois par les analyses économique et monétaire. Toutefois, il est important de remarquer qu'en décembre 2005, date à laquelle le Conseil des gouverneurs a commencé à augmenter graduellement les taux directeurs de la BCE, l'analyse monétaire a joué un rôle significatif. À cette époque,

elle dénotait clairement des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à des horizons à moyen et long termes, alors que les indicateurs et les signaux provenant de l'analyse économique étaient plutôt contrastés. Dans l'ensemble, cet infléchissement progressif de la politique monétaire accommodante est intervenu dans un contexte de croissance économique saine et d'expansion forte et continue des agrégats de monnaie et de crédit dans la zone euro.

En ce qui concerne les prix, le rythme annuel moyen de hausse de l'IPCH a été de 2,2 % en 2006 et de 2,1 % en 2007, alimenté principalement par la demande intérieure. Pendant ces deux années, le taux de l'inflation globale a connu des fluctuations significatives, essentiellement dues aux évolutions des cours du pétrole. En 2006, il a suivi une tendance à la hausse jusqu'au mois d'août, principalement du fait de l'augmentation substantielle des cours de l'énergie, avant de revenir en dessous de 2 % au cours des derniers mois de l'année, consécutivement au recul significatif des cours du pétrole et à des effets de base. Jusqu'au troisième trimestre de l'année 2007, les taux d'inflation annuels ont connu une évolution conforme à la définition de la stabilité des prix donnée par la BCE, évolution en partie due à des effets de base favorables consécutifs aux évolutions des cours de l'énergie un an auparavant.

Vers la fin de l'année 2007 et au début de l'année 2008, en revanche, le taux d'inflation annuel a connu une forte augmentation et atteint des niveaux sensiblement supérieurs à 2 %, principalement en raison des augmentations substantielles des cours internationaux du pétrole et des prix des produits alimentaires au cours du deuxième semestre 2007. En particulier, les fortes tensions à court terme exercées sur les prix enregistrent une recrudescence depuis le quatrième trimestre 2007. Nonobstant les chocs subis par les prix, les évolutions de salaires sont demeurées plutôt modérées et les anticipations d'inflation à moyen et long termes sont restées ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix pendant toute la durée de cette phase, malgré un environnement économique favorable et des tensions sur les marchés du travail. Bien que les tensions inflationnistes aient ainsi pu être contenues, les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme sont restés clairement orientés à la hausse. Ces risques étaient notamment liés à la perspective de hausses supplémentaires des cours du pétrole et des produits agricoles (en particulier à la fin de l'année 2006 et en 2007), à de nouvelles augmentations des prix administrés et des impôts indirects, supérieures à celles que l'on avait prévues, et à la possibilité que la marge de manœuvre des entreprises en matière de fixation des prix augmente, notamment dans les secteurs abrités. Plus fondamentalement, l'émergence possible d'une dynamique salariale plus forte que prévu et, notamment, le développement d'effets de second tour sur la fixation des salaires et des prix résultant de la hausse des cours des matières premières et des taux élevés d'inflation globale ont fait peser des risques en forte hausse sur la stabilité des prix.

L'expansion économique s'est accélérée au premier semestre 2006 et s'est généralisée en devenant endogène, la demande intérieure en constituant le moteur principal. Dans l'ensemble, en dépit de la volatilité et du niveau élevé des cours du pétrole, le PIB en volume a augmenté de 2,8 % en 2006, contre 1,6 % en 2005 et 2,1 % en 2004. En 2007, l'activité économique a poursuivi son expansion à des taux élevés. Le PIB en volume a augmenté de 2,7 %, alimenté par la demande intérieure. L'investissement des entreprises est resté dynamique, grâce à des conditions de financement favorables, une rentabilité élevée et l'amélioration continue de l'efficacité du capital résultant des restructurations effectuées durant une période prolongée. Toutefois, au cours du second semestre 2007, les perspectives de l'activité économique ont été assombries par un degré d'incertitude inhabituellement élevé. Cette incertitude résulte de la difficulté de déterminer l'impact potentiel, sur l'économie réelle, des turbulences financières apparues au mois d'août. Néanmoins, les fondamentaux de la zone euro demeurent sains, comme le montrent la rentabilité élevée des entreprises, la croissance robuste de l'emploi et le recul du taux de chômage à 7,1 %, niveau qui n'avait pas été enregistré depuis 25 ans. La balance des risques pesant sur les perspectives de croissance apparaît cependant orientée à la baisse.

Accélération de l'inflation...

... alors que la croissance économique est restée soutenue...

... et l'expansion monétaire, très vigoureuse.

Le recouplement de l'analyse économique avec l'analyse monétaire a confirmé l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à des horizons à moyen et long termes. L'expansion des agrégats de monnaie et du crédit est restée très vigoureuse pendant toute la durée de cette phase, en raison notamment d'une croissance forte et persistante des prêts bancaires au secteur privé. Dans une perspective à moyen terme, le dynamisme marqué de la croissance monétaire et de celle du crédit reflète la poursuite de la tendance persistante à la hausse du taux sous-jacent d'expansion monétaire observée depuis la mi-2004. Cette dynamique contribue ainsi à renforcer l'accumulation de liquidités, ce qui, dans un environnement de croissance forte et continue en matière monétaire et de crédit, dénote des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a continué à porter une attention particulière aux évolutions monétaires, afin de mieux comprendre la réaction à court terme des institutions financières, des ménages et des entreprises aux turbulences des marchés de capitaux au cours du second semestre 2007. À ce stade, il existe peu d'éléments démontrant que ces turbulences aient eu une forte influence sur la dynamique d'ensemble de la croissance de la monnaie et du crédit.

LA PERFORMANCE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE EN MATIÈRE DE STABILITÉ DES PRIX

L'euro – Une devise stable

Au cours des dix dernières années, l'euro s'est solidement affirmé comme une monnaie stable, qui est non seulement appréciée de nos concitoyens, désormais au nombre de 320 millions, mais qui est également largement acceptée et utilisée sur les marchés internationaux de capitaux (cf. chapitre 5). Avec un taux d'inflation annuel moyen de l'IPCH légèrement supérieur à 2 % depuis l'introduction de l'euro, les prix ont été relativement stables, en s'inscrivant à des niveaux sensiblement inférieurs à ceux qui avaient été enregistrés dans la plupart des pays membres de la zone euro au cours des décennies antérieures au début de la phase III de l'UEM (cf. chapitre 4). Concomitamment, la volatilité de l'inflation dans la zone euro a nettement reculé par rapport à ce qu'elle était durant les périodes précédentes.

L'ancrage durable des anticipations d'inflation...

En outre, la BCE a réussi à ancrer les anticipations d'inflation à long terme à des niveaux conformes à sa définition de la stabilité des prix (cf. graphique 10). Cette réussite se reflète dans les mesures des anticipations d'inflation, tirées des obligations indexées et des enquêtes (Prévisions du *Consensus Economics* et enquêtes de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels). L'ancrage des anticipations d'inflation du secteur privé à des horizons plus lointains témoigne du bon fonctionnement de la politique monétaire de la BCE et de sa capacité à réaliser de manière crédible la stabilité des prix à moyen terme. La stabilité des anticipations d'inflation a été remarquable, phénomène d'autant plus frappant que la BCE a dû faire face à une succession de chocs importants, susceptibles d'avoir une incidence à la hausse sur les prix, qui se sont produits à cette époque, notamment l'augmentation plus ou moins tendancielle des cours du pétrole pendant cette période (de 10 dollars le baril environ en 1999 à 120 dollars le baril en 2008), des hausses substantielles des cours internationaux des produits alimentaires et, sur le plan interne, des augmentations quasi continues de la fiscalité indirecte et des prix administrés dans presque tous les pays de la zone euro.

En somme, le Conseil des gouverneurs de la BCE — en se fondant sur les analyses économique et monétaire régulières effectuées dans le contexte de sa stratégie de politique monétaire orientée à moyen terme — a réalisé l'objectif qu'il devait

Graphique 10 Anticipations d'inflation à long terme



Sources : *Consensus Economics* et BCE

1) Les points morts d'inflation calculés à partir des emprunts publics indexés sur l'inflation intègrent essentiellement les anticipations d'inflation des intervenants de marché et les primes de risque d'inflation.

... par une orientation à moyen terme ...

remplir conformément au mandat conféré par le Traité, à savoir la stabilité des prix à moyen terme pour la zone euro dans son ensemble.

En se gardant de procéder à de fréquents ajustements de son orientation de politique monétaire, la BCE n'a pas souhaité ajouter à l'incertitude dans un environnement économique déjà incertain, ce qui a certainement contribué à stabiliser les anticipations d'inflation à moyen et long termes à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

TRANSPARENCE, RESPONSABILITÉ ET COMMUNICATION

Pour renforcer l'efficacité de sa politique monétaire, la BCE a accordé dès le début beaucoup d'importance au fait de communiquer de manière transparente et rapidement ses décisions de politique monétaire et le fondement de celles-ci aux intervenants de marché et au grand public. Cela a facilité l'ancrage des anticipations d'inflation, même dans les périodes où elles ont tendance à augmenter.

Dans l'ensemble, la conjugaison d'une communication et d'une prise de décision claires aide le public à mieux comprendre les décisions prises par la BCE dans le cadre de sa stratégie de politique monétaire annoncée publiquement. Dans le même ordre d'idée, elle permet aux marchés de mieux appréhender le type de réponse systématique de la politique monétaire de la BCE aux évolutions et aux chocs économiques et, ainsi, de mieux anticiper l'orientation de la politique monétaire à moyen terme, en rendant plus prévisibles les décisions de taux d'intérêt.

Aujourd'hui, la transparence est considérée comme un élément important de l'activité d'une banque centrale moderne, puisqu'elle conforte la crédibilité et l'efficacité de la politique monétaire de différentes manières. Avant tout, la transparence sur les objectifs de la politique monétaire et sur la façon dont la banque centrale procède pour atteindre ces buts l'aide à conforter sa crédibilité, ce qui lui permet de piloter plus facilement les anticipations d'inflation à long terme, et d'exercer ainsi une influence sur les comportements de fixation des prix et des salaires d'une manière qui soit compatible avec la stabilité des prix. En d'autres termes, une politique monétaire crédible peut garantir que les effets inévitables de premier tour résultant des augmentations des prix, par exemple, les augmentations des cours du pétrole, n'entraîneront pas d'effet de second tour sur les salaires et sur les prix, entraînant ainsi une hausse générale de l'inflation.

En outre, la transparence sur la stratégie de politique monétaire de la banque centrale et sur l'évaluation de la situation économique améliore la capacité des intervenants de marché à anticiper le cours futur de la politique monétaire, ce qui, en retour, contribue à réduire la volatilité des marchés et augmente le levier de la banque centrale sur les taux d'intérêt à long terme. Enfin, un engagement de transparence fort impose une autodiscipline aux responsables de la politique monétaire, ce qui assure la cohérence et la conformité de leurs décisions et de leurs explications avec leur mandat.

La capacité des marchés à prédire les mouvements de la politique monétaire s'est généralement accrue au cours de la dernière décennie⁷. Cette évolution plaide en faveur de l'opinion selon laquelle l'approche transparente que les banques centrales ont adoptée en matière de politique monétaire a amélioré la compréhension que les marchés financiers ont de cette politique. Le fait que les anticipations d'inflation à long terme se soient stabilisées à un degré sans précédent dans les pays de la zone au cours de la dernière décennie tend à indiquer que la transparence a également contribué à ancrer les anticipations d'inflation.

⁷ Pour une revue de la littérature empirique sur la prévisibilité de la politique monétaire, cf. T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch et J. Turunen, *The predictability of monetary policy*, Étude de la BCE concernant des sujets spécifiques n° 83, 2008

... et une communication
claire

Une plus grande transparence
rend la politique monétaire
plus efficace...

... améliore sa prévisibilité
et...

... renforce la responsabilité.

La banque centrale doit faire face à un arbitrage entre exhaustivité et clarté de communication, dans la mesure où il ne lui sera pas possible de donner une description entièrement exhaustive des éléments et des aspects présentant un intérêt pertinent pour la prise de décision, si elle veut en même temps être claire. La transparence est ainsi plus qu'une simple publication d'informations, qui ne se traduit pas en soi par une meilleure compréhension de la politique monétaire. Les informations doivent être transmises efficacement au public afin d'améliorer l'efficacité globale de la politique monétaire. Par conséquent, pour recueillir les fruits de la transparence, les banques centrales ont besoin d'une stratégie de communication efficace. La communication de la banque centrale doit veiller à ce que soient diffusées, en temps utile et de manière ouverte, les informations pertinentes permettant au public de comprendre la politique monétaire, tout en le faisant de manière claire et sans ambiguïté, et en tenant compte des différents environnements et des différents publics, allant du grand public aux intervenants de marché.

Les éléments clés de la stratégie de politique monétaire améliorent aussi la transparence et la responsabilité vis-à-vis du grand public. La définition quantitative de la stabilité des prix en termes d'augmentation annuelle de l'IPCH fournit une référence claire permettant au public de juger la performance de la BCE tout en aidant à ancrer les anticipations de marché. L'approche à deux piliers définit un cadre clair pour la prise de décision interne et la communication externe. Enfin, la BCE partage avec le grand public les informations échangées lors des réunions du Conseil des gouverneurs et explicite les fondements économiques sous-tendant les décisions de politique monétaire.

La communication doit aussi refléter le fait que la politique monétaire doit œuvrer dans un environnement complexe, incertain et en évolution constante. La communication externe de la stratégie de politique monétaire s'attache à traduire fidèlement ce contexte. À la lumière des conséquences des divers chocs inattendus qui peuvent frapper l'économie et des délais plus ou moins longs avec lesquels les décisions de politique monétaire se transmettent aux prix, le calendrier précis et parfois même l'orientation, à la baisse ou à la hausse, d'une décision de taux d'intérêt sont difficiles à prédire. En annonçant publiquement sa stratégie de politique monétaire et en communiquant de manière transparente le résultat de l'examen régulier des évolutions économiques, la BCE a atteint un degré élevé de prévisibilité, ce qui rend la politique monétaire plus efficace (cf. encadré 2).

Dans le contexte de la tendance globale allant dans le sens d'une transparence et d'une communication plus détaillées des banques centrales, les éléments clés de la stratégie de communication de la BCE, notamment les déclarations introductives des conférences de presse mensuelles, qui expliquent ses décisions de politique monétaire quasiment en temps réel, ont été à l'origine d'un changement conduisant au développement de la communication en temps réel.

Encadré 2

OUTILS ET CANAUX CLÉS DE COMMUNICATION UTILISÉS PAR LA BCE

La déclaration introductive constitue le point d'orgue des conférences de presse mensuelles tenues par le président et le vice-président immédiatement après la première réunion du Conseil des gouverneurs du mois. À cette occasion, la déclaration introductive est présentée par le président au nom du Conseil des gouverneurs. Elle fournit une synthèse exhaustive, quasiment en temps réel, de l'évaluation des évolutions économiques et monétaires pertinentes pour la prise de décision, ainsi que l'orientation de la politique monétaire, et est organisée suivant les lignes de la stratégie de politique monétaire de la BCE. La conférence de presse mensuelle comprend une session de questions-réponses, à laquelle participent divers représentants des médias de la zone euro et du reste du monde, et offre

une plate-forme permettant d'expliquer au public de manière équilibrée les décisions de politique monétaire qui viennent d'être prises. La conférence de presse est par conséquent un moyen efficace de présenter et d'expliquer les discussions qui viennent d'avoir lieu au Conseil des gouverneurs et, partant, le processus de prise de décision en matière de politique monétaire.

Outre la conférence de presse mensuelle, le *Bulletin mensuel* constitue un autre vecteur de communication important utilisé par la BCE. Le *Bulletin mensuel* fournit au public et aux marchés de capitaux une analyse détaillée et approfondie de l'environnement économique et des évolutions monétaires. Il est habituellement publié une semaine après la réunion du Conseil des gouverneurs mentionnée *supra* et contient des informations que le Conseil a eues à sa disposition en prenant ses décisions monétaires. Le *Bulletin mensuel* contient également des articles donnant un aperçu des évolutions à long terme, des thèmes généraux ou des outils d'analyse utilisés par l'Eurosystème dans le cadre de la stratégie de politique monétaire.

En outre, le président de la BCE intervient quatre fois par an devant la Commission économique et monétaire du Parlement européen. À cette occasion, le président explique les décisions de politique monétaire de la BCE et répond ensuite aux questions posées par les membres de la Commission. Les réunions de cette Commission sont ouvertes au public et les transcriptions de l'audition du président sont ensuite publiées sur les sites internet du Parlement européen et de la BCE. D'autres membres du directoire de la BCE peuvent également être entendus par cette instance.

Afin de pouvoir s'adresser à des audiences diverses, les membres du Conseil des gouverneurs assument de nombreuses obligations officielles. De la même manière, les discours des membres du Directoire et du Conseil des gouverneurs, ainsi que les interviews accordées par ces derniers, sont des outils importants pour expliquer les vues de la BCE au public.

3.3 MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les taux du marché monétaire à court terme jouent un rôle important dans la transmission de la politique monétaire. En pilotant ces taux, la politique monétaire exerce une influence significative sur les taux d'intérêt de marché et, par des canaux divers et variés, sur les décisions de dépenses prises par les sociétés et les ménages, sur les évolutions monétaires et, *in fine*, sur le niveau général des prix. Cette section explique comment la BCE met en œuvre les décisions de politique monétaire en pilotant les taux d'intérêt sur le compartiment à très court terme du marché monétaire. Elle met également en relief les principaux défis auxquels l'Eurosystème a été confronté en mettant en œuvre les décisions de politique monétaire depuis l'avènement de l'euro.

SÉPARATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE LA GESTION DE LA LIQUIDITÉ

Pour comprendre la gestion de la liquidité faite par la BCE, il convient de distinguer entre la détermination de l'orientation de la politique monétaire et sa mise en œuvre effective. Comme l'explique la section 3.1, la stratégie de politique monétaire permet de structurer les informations économiques pertinentes, servant de fondement à la prise de décision de politique monétaire. Effectivement, à l'appui d'analyses économique et monétaire régulières, le Conseil des gouverneurs décide du niveau des taux directeurs permettant la réalisation de son objectif de stabilité des prix. Le directoire de la BCE est alors responsable de la mise en œuvre de ces décisions de politique monétaire. Ces dernières sont mises en œuvre en pilotant les taux du marché monétaire à court terme en direction du niveau des taux d'intérêt décidé par le Conseil des gouverneurs. Fixer les taux directeurs de la BCE et communiquer sur ces taux joue certainement un rôle clé

La fixation des taux
directeurs de la BCE

La gestion de la liquidité

pour guider les intervenants de marché. Toutefois, cela ne suffit pas en soi à faire converger les taux du marché monétaire à court terme vers le taux directeur de la BCE. Le pilotage des taux à court terme résulte en fait de la gestion de la liquidité de l'Eurosystème effectuée à l'appui de son cadre opérationnel.

Le cadre opérationnel contient les différents instruments et procédures par lesquels l'Eurosystème met en œuvre les décisions de politique monétaire, c'est-à-dire par lesquels il pilote les taux à court terme du marché monétaire. Parmi les moyens d'influencer les taux du marché monétaire, citons le fait que, globalement, le système bancaire de la zone euro a besoin de liquidité et, par conséquent, est tributaire des opérations de refinancement effectuées par l'Eurosystème. Dans ce contexte, l'Eurosystème fournit de la liquidité aux banques *via* ses opérations d'*open market*. Ce faisant, l'Eurosystème gère la liquidité disponible au sein du secteur bancaire de la zone euro afin d'instaurer des conditions de liquidité équilibrées et de faire en sorte que les taux à court terme du marché monétaire soient le plus proches possible du niveau des taux d'intérêt décidé par le Conseil des gouverneurs.

Distinction entre les décisions et la mise en œuvre de la politique monétaire

En résumé, l'Eurosystème opère une nette distinction entre d'une part, les décisions prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE en matière de politique monétaire et d'autre part, la mise en œuvre de ces décisions en recourant à des instruments de politique monétaire. Cette séparation claire réduit le risque que les agents économiques considèrent à tort la volatilité des taux à court terme du marché monétaire, volatilité déclenchée par des fluctuations provisoires et imprévisibles de l'offre et de la demande de liquidité, comme des signaux de la politique monétaire de l'Eurosystème. Cette distinction a joué un rôle particulièrement important pendant les turbulences enregistrées depuis le début du mois d'août 2007, période durant laquelle les taux à court terme du marché monétaire étaient par moments très volatils.

LE CADRE OPÉRATIONNEL DE LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les principes guidant le cadre opérationnel

Le cadre opérationnel de l'Eurosystème servant à la mise en œuvre de la politique monétaire se fonde sur les principes exposés dans le traité instaurant la Communauté européenne. L'article 105 du Traité dispose qu'en poursuivant 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 (...) ».

De nombreux autres « principes directeurs » destinés à régir la conception du cadre opérationnel de la politique monétaire ont été formulés. Le plus important est l'efficacité opérationnelle, qui peut être définie comme la capacité du cadre à transmettre les décisions de politique monétaire, aussi vite et aussi précisément que possible, aux taux à court terme du marché monétaire. La nécessité d'assurer l'égalité de traitement des banques et l'harmonisation des règles et des procédures dans toute la zone euro constituent d'autres principes importants. Citons également un autre principe, celui de la décentralisation de la mise en œuvre de la politique monétaire. En effet, les opérations de politique monétaire sont normalement mises en œuvre par les banques centrales nationales. Enfin, le cadre opérationnel est régi par les principes de simplicité, de transparence, de sécurité et d'efficacité en termes de coûts.

Trois instruments de pilotage des taux d'intérêt

Pour piloter les taux à court terme du marché monétaire vers un niveau proche des taux d'intérêt fixés par le Conseil des gouverneurs, la BCE et l'Eurosystème s'appuient sur trois instruments : (1) les réserves obligatoires ; (2) les opérations d'*open market* et (3) les facilités permanentes. Ces instruments influencent le montant de la liquidité disponible au sein du secteur bancaire de la zone euro, qui agit sur le niveau des taux à court terme en vigueur sur le marché monétaire⁸. Dans ce contexte, l'Eurosystème agit comme fournisseur de liquidité et — *via* le cadre opérationnel — permet aux banques de satisfaire, normalement et de manière organisée, leurs besoins de refinancement.

⁸ Pour une vue d'ensemble exhaustive du cadre de l'Eurosystème pour la politique monétaire, cf. la publication de la BCE intitulée *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro*, modifiée en septembre 2007

Tableau 1 Opérations d'open market et facilités permanentes de l'Eurosystème

Opérations de politique monétaire	Types d'opérations		Échéance	Fréquence
	Apport de liquidité	Retrait de liquidité		
Opérations d'open market				
Opérations principales de refinancement	Opérations de cession temporaire	-	1 semaine	Hebdomadaire
Opérations de refinancement à plus long terme	Opérations de cession temporaire	-	3 mois	Mensuelle
Opérations de réglage fin	Opérations de cession temporaire	Reprise de liquidités en blanc	Non standardisée	Non régulière
Facilités permanentes				
Facilité de prêt marginal	Opération de cession temporaire	-	24 heures	Accès à la discrétion des contreparties
Facilité de dépôt		Dépôts	24 heures	Accès à la discrétion des contreparties

(1) Les banques ont besoin d'un certain montant de liquidité pour satisfaire les besoins de refinancement générés par les facteurs dits « facteurs autonomes ». Ces facteurs sont constitués de postes du bilan de l'Eurosystème qui ne sont pas liés à des instruments de politique monétaire⁹. Le principal facteur autonome est constitué par les billets en circulation. En outre, les banques ont besoin de liquidité pour pouvoir satisfaire à leurs obligations de réserves. Effectivement, les banques sont obligées de constituer des réserves obligatoires sur leurs comptes auprès de l'Eurosystème. Les réserves obligatoires créent une demande structurelle de liquidité du secteur bancaire de la zone euro. Pour chaque établissement bancaire, les réserves obligatoires sont déterminées en fonction d'éléments de son bilan. À présent, 6 000 banques environ sont assujetties à l'obligation de constituer des réserves obligatoires. Le total des besoins de refinancement du secteur bancaire de la zone euro s'élève en moyenne à 450 milliards d'euros. Le montant moyen quotidien de réserves obligatoires à constituer représente actuellement la moitié de ce total environ.

La principale fonction du système des réserves obligatoires est de stabiliser les taux du marché monétaire. En effet, les réserves obligatoires doivent être constituées en moyenne pendant la durée de la période de constitution, période sur laquelle sont calculées les réserves à constituer par les banques. Cette période commence généralement le mardi qui suit la réunion du Conseil des gouverneurs durant laquelle l'examen mensuel de l'orientation de la politique monétaire est prévu. Le mécanisme de constitution en moyenne suppose que les réserves constituées un jour spécifique de la période sont en principe un substitut proche des réserves constituées un autre jour de la période de constitution. Cela signifie qu'il est permis aux réserves de fluctuer d'un jour à l'autre et que les fluctuations quotidiennes de la liquidité sont lissées. Les réserves obligatoires n'entraînent pas de coût pour le secteur bancaire, puisqu'elles sont rémunérées par l'Eurosystème à la moyenne du taux marginal des opérations principales de refinancement.

(2) Les opérations d'open market jouent le rôle le plus important dans la gestion des conditions de la liquidité du secteur privé de la zone euro et dans le pilotage des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire. Les opérations d'open market sont réalisées de manière décentralisée : la BCE coordonne les opérations, mais les opérations elles-mêmes sont effectuées par les banques centrales nationales.

L'Eurosystème a eu recours à trois types d'opérations jusqu'ici : (i) les opérations principales de refinancement (OPR), (ii) les opérations de refinancement à plus long terme (ORPLT) et (iii) les opérations de réglage fin (ORF) (cf. tableau 1).

Par les OPR et les ORPLT, l'Eurosystème prête des fonds aux banques. Les prêts sont toujours consentis pour une durée brève convenue à l'avance et contre remise de garanties afin de protéger l'Eurosystème

⁹ Cf. également les articles intitulés *La gestion de la liquidité par la BCE et L'expérience de l'Eurosystème en matière de prévision des facteurs autonomes et des excédents de réserves*, des *Bulletin mensuel* de mai 2002 et de janvier 2008, respectivement

Les besoins des banques
en liquidité et les réserves
obligatoires

La fourniture de liquidité
par l'Eurosystème
et les opérations
d'open market

contre les risques financiers (cf. l'encadré 3). En moyenne quotidienne, l'Eurosystème prête au total environ 450 milliards d'euros au secteur bancaire de la zone euro par le biais de ses opérations d'*open market*. Les opérations de l'Eurosystème sont beaucoup plus importantes que celles des autres principales banques centrales.

Les OPR et les ORPLT sont toutes deux des opérations régulières. Les OPR sont effectuées à une fréquence hebdomadaire sous forme d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux de soumission minimal et ont une durée d'une semaine. Dans ce cadre, les banques peuvent soumettre des offres assorties de plusieurs taux d'intérêt, au niveau ou au-dessus du taux de soumission minimal annoncé à l'avance. Les offres effectuées aux taux les plus élevés sont satisfaites en priorité, suivies de celles qui ont le taux le plus élevé immédiatement inférieur jusqu'à épuisement du montant total de liquidité à adjuger. Le taux auquel le montant est épuisé est le taux marginal et à ce taux, les offres sont servies proportionnellement. Les ORPLT sont effectuées sous forme d'appels d'offres mensuels à taux variable

Encadré 3

LE DISPOSITIF DE GARANTIES DE L'EUROSYSTÈME

Conformément à la pratique suivie par les banques centrales du monde entier, toutes les opérations de fourniture de liquidité de l'Eurosystème doivent reposer sur des garanties adéquates pour protéger l'Eurosystème contre le risque de pertes financières. Dans le même temps, il doit exister dans le cadre du dispositif suffisamment de garanties à la disposition d'un large éventail de banques, pour que l'Eurosystème puisse fournir le montant de liquidités qu'il estime nécessaire. Dans ce but, l'Eurosystème accepte en garantie une large gamme d'actifs¹. Cet élément du dispositif de garanties de l'Eurosystème a récemment obtenu une large reconnaissance, puisqu'il a été l'un des éléments de stabilisation de la récente volatilité des marchés de capitaux. Effectivement, il a permis aux banques de disposer de suffisamment de garanties pour accéder aux opérations d'*open market* de l'Eurosystème. Le présent encadré donne un bref aperçu du dispositif de garanties de l'Eurosystème et des principales améliorations apportées au cours des neuf dernières années et demie.

En 1998, un « dispositif de garantie à deux niveaux » a été adopté pour assurer le passage en douceur à l'Union monétaire. Un « dispositif de garantie à deux niveaux » signifiait que les actifs ont été scindés en deux catégories, à savoir, en deux « niveaux », afin de tenir compte des différences entre les structures financières des États membres au début de l'UEM. En effet, alors que les actifs de niveau 1 étaient constitués d'instruments négociables qui remplissaient les critères d'éligibilité communs à l'ensemble de la zone euro, les actifs de niveau 2 étaient composés d'actifs qui étaient importants pour certains marchés financiers et systèmes bancaires nationaux et ne remplissaient que des critères d'éligibilité nationaux. En principe, tous les actifs pouvaient être utilisés sur une base transfrontière dans l'ensemble de la zone euro. Ce dispositif a été très utile à l'Eurosystème et a fait preuve de résilience en répondant également à d'importantes augmentations temporaires de la demande de garanties durant les périodes de tensions sur les marchés (par exemple, le passage à l'an 2000).

Toutefois, le dispositif de garanties à deux niveaux avait aussi des inconvénients. Par exemple, le fait que certaines catégories d'actifs ne soient éligibles que dans certains pays a été considéré comme un élément pouvant potentiellement compromettre l'égalité des conditions de concurrence dans la zone euro, qui constitue un principe important du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème.

¹ Cf. le chapitre 6 de la publication de la BCE intitulée *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro*, modifiée en septembre 2007, qui couvre en détail les critères d'éligibilité et les mesures de contrôle des risques des actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème.

Par conséquent, et à la suite de deux consultations publiques (conduites en juin 2003 et en mai 2004), l'Eurosystème a décidé d'établir un dispositif unique de garanties éligibles (appelé la « liste unique ») commun à toutes les opérations de fourniture de liquidité de l'Eurosystème. La liste unique, dont l'objet était d'apporter de nouvelles améliorations à l'efficacité du dispositif, a été mise en œuvre en deux étapes. Au cours de la première étape, qui s'est achevée en 2005, certaines modifications ont été introduites dans les critères relatifs aux actifs négociable². Au cours de la seconde étape, en janvier 2007, les actifs non négociables, et notamment les créances privées (à savoir, les prêts bancaires), sont devenus des garanties éligibles dans tous les pays de la zone euro. Toutefois, en raison de délais techniques, le régime unique applicable aux créances privées ne sera mis en place qu'en janvier 2012³.

L'acceptation d'une gamme étendue d'actifs remis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème signifie qu'il n'est pas possible d'appliquer des critères d'éligibilité uniformes à ces différents actifs. De ce fait, deux types de critères d'éligibilité et de mesures de contrôle des risques⁴ s'appliquent aux actifs négociables et non négociables. Toutefois, ces critères assurent un degré comparable de protection de l'Eurosystème contre le risque de pertes financières, d'où le fait que seuls les actifs bénéficiant d'une qualité de signature élevée soient admis en garantie. Les critères d'éligibilité appliqués aux actifs négociables demeurent suffisamment généraux pour que le dispositif de garanties puisse s'adapter aux innovations et aux évolutions de marché. Dans la mesure où les marchés de capitaux ne cessent d'évoluer, les critères d'éligibilité et les mesures de contrôle des risques devront continuer de faire l'objet de perfectionnements.

En 2007, le montant moyen des garanties éligibles s'élevait à 9 500 milliards d'euros, faisant apparaître une augmentation de 73 % par rapport aux 5 500 milliards d'euros de 1999. En ce qui concerne la ventilation des garanties, les titres publics représentaient 49 % du total, le reste des garanties négociables étant constitué d'obligations d'établissements de crédit, sécurisées ou non (12 % et 17 %, respectivement), d'obligations émises par des sociétés non financières (9 %), de titres adossés à des actifs (8 %) et d'autres obligations, telles celles émises par les organisations supranationales (4 %). Environ 12 % du total de ces actifs éligibles, à savoir 1 100 milliards d'euros, ont été mobilisés en garantie auprès de l'Eurosystème en 2007. La composition du pool d'actifs mobilisés diffère de la structure des marchés de titres de créance de la zone euro puisque les banques tendent à mobiliser moins de garanties liquides dans le cadre des opérations de refinancement de l'Eurosystème. Le volume moyen des créances privées représentait 10 % de la totalité des garanties constituées en 2007. Toutefois, l'élargissement du dispositif à cette source supplémentaire de garantie n'a pas encore porté tous ses fruits, puisque la gamme des créances privées dont la qualité de crédit est susceptible de donner lieu à notation augmente graduellement. L'utilisation transfrontière des garanties, permettant à une contrepartie située dans un pays donné de la zone euro d'utiliser une garantie initiée dans un autre pays de la zone euro, indique la progression de l'intégration financière. En 2007, 51 % des garanties étaient utilisées sur une base transfrontière, contre 12 % en 1999.

2 Ces modifications comportent : (i) l'élimination des actions des actifs éligibles, (ii) la définition des marchés non réglementés qui sont acceptés par l'Eurosystème d'un point de vue de gestion des garanties, (iii) un affinement du critère relatif aux titres de créance émis par les établissements de crédit et (iv) l'introduction de titres de créance libellés en euros émis par des institutions situées dans les pays du G 10 ne faisant pas partie de l'Espace économique européen.

3 Un long délai est nécessaire pour élaborer des systèmes opérationnels et des procédures d'évaluation, de valorisation et de mobilisation des créances privées, puisqu'elles diffèrent des instruments négociables sous plusieurs aspects importants. Les créances privées ne sont pas harmonisées et une documentation uniforme fait défaut en raison de leur diversité, il n'existe généralement pas de notations qui leur soient attribuées par des agences de notation non plus que de sources extérieures d'information pour les prix de ces actifs, elles peuvent être sujettes à des interdictions légales de cession à d'autres parties et le fait qu'un prêt déterminé existe toujours n'est pas facilement vérifiable. L'Eurosystème a créé un cadre d'évaluation du crédit (ECAF) en 2006 pour permettre à des sources d'évaluation du crédit différentes des agences de notation de traiter les nouvelles catégories d'actifs insérées dans la Liste unique.

4 Les mesures de contrôle des risques appliquées aux actifs mobilisables dans le cadre d'opérations de refinancement de l'Eurosystème ont pour objet de protéger ce dernier contre le risque de pertes financières si l'actif doit être réalisé en cas de défaut de la contrepartie de l'Eurosystème. Ce dernier applique une norme de crédit minimale à tous les types d'émetteurs et d'actifs, qui correspond à la notation A- (la norme de référence de l'Eurosystème indiquant que de son point de vue, l'actif est assorti d'un degré élevé de qualité de signature). Pour plus de détails, cf. la publication de la BCE précitée dans la note 1 de cet encadré

et ont une durée de trois mois. Par opposition aux OPR, le montant de la liquidité fournie par le biais des ORPLT est fixé à l'avance. Dans ces opérations, l'Eurosystème retient les taux de soumission qui lui sont proposés. L'éventail des banques qui peuvent participer à des OPR ou à des ORPLT est large, soit 1 700 banques environ. Ce nombre est passablement élevé, mesuré à l'aune des cadres opérationnels des autres principales banques centrales.

Les ORF ne constituent pas un outil régulier d'apport ou de retrait de la liquidité, mais sont plutôt effectuées en tant que besoin. Pour permettre de réaliser ces opérations avec souplesse et rapidité, leur durée et leur fréquence ne sont pas standardisées mais peuvent s'adapter à n'importe quelle situation particulière. Vu la nécessité d'exécuter ces appels d'offres avec rapidité (généralement, dans les 90 minutes qui suivent l'annonce de l'opération), seul un nombre limité de banques peut participer à ces opérations (actuellement, 130 banques environ). Les ORF sont destinées à lisser les conséquences des fluctuations imprévues de la liquidité bancaire sur les taux d'intérêt.

(3) L'Eurosystème offre également aussi deux facilités permanentes aux banques — une facilité de prêt marginal et une facilité de dépôt (cf. tableau 1). Ces facilités forment un corridor de fluctuation (généralement, de ± 100 points de base) autour du taux de soumission minimal, limitant ainsi la volatilité du taux au jour le jour (c'est-à-dire, le taux d'intérêt à court terme du marché monétaire). Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal constitue un plafond pour le taux du marché au jour le jour. Les banques peuvent recourir à cette facilité pour obtenir de la liquidité au jour le jour en échange de garanties sous forme d'actifs éligibles. Le taux de la facilité de dépôt constitue le plancher du corridor de fluctuation. Les banques peuvent utiliser cette facilité pour effectuer des dépôts à vue auprès de l'Eurosystème.

MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DEPUIS LA CRÉATION DE L'EURO

Depuis l'introduction de l'euro, le cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire a bien rempli les objectifs de l'Eurosystème. Le principal objectif opérationnel, à savoir le pilotage des taux à très court terme du marché monétaire au plus près du taux de soumission minimal des OPR (déterminé par le Conseil des gouverneurs), a été atteint. En outre, le cadre opérationnel s'est révélé robuste et résilient, même lorsqu'il a dû faire face à des défis exceptionnels tels le passage à l'an 2000, les attentats du 11 septembre 2001 ou la volatilité récente des marchés de capitaux en 2007-2008. Dans aucun de ces cas, l'Eurosystème n'a eu à recourir à des mesures exceptionnelles qui n'étaient pas prévues dans son cadre opérationnel.

Le graphique 11 montre que le taux d'intérêt du marché au jour le jour (l'Eonia)¹⁰ est généralement resté proche du taux de soumission minimal. Il montre aussi que les taux d'intérêt des facilités permanentes ont constitué un plafond et un plancher à l'Eonia. Les fluctuations apparentes sur le graphique reflètent largement les conditions provisoirement resserrées ou amples de la liquidité sur le marché monétaire. L'efficacité du cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème a, dans une certaine mesure, été exemplaire et a inspiré d'autres banques centrales pour instituer un système de corridor.

Les affinements introduits depuis 1999 ont certainement permis de renforcer le bon fonctionnement du cadre opérationnel. Au cours des neuf années et demie qui se sont écoulées, trois affinements ont été réalisés.

En premier lieu, une procédure d'appels d'offres à taux variable a été introduite en juin 2000 pour remplacer les procédures d'appels d'offres à taux fixe qui avaient été utilisées dès le tout début de l'Union monétaire. Cet affinement ne constituait pas en soi un changement du cadre opérationnel, ce dernier

10 L'Eonia (*Euro overnight index average*) est une mesure calculée par la BCE du taux interbancaire au jour le jour sur le marché monétaire des opérations en blanc.

Les facilités permanentes,
corridor des taux
à court terme

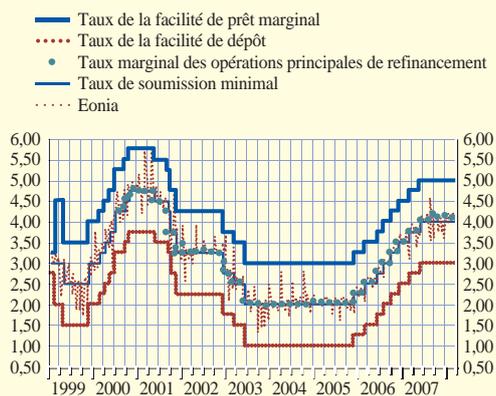
Le cadre opérationnel
a bien rempli les objectifs
de l'Eurosystème.

Les affinements
du cadre opérationnel

Le passage à la procédure
d'appel d'offres
à taux variable

Graphique 11 Taux directeurs de la BCE et Eonia depuis janvier 1999

(en pourcentage)

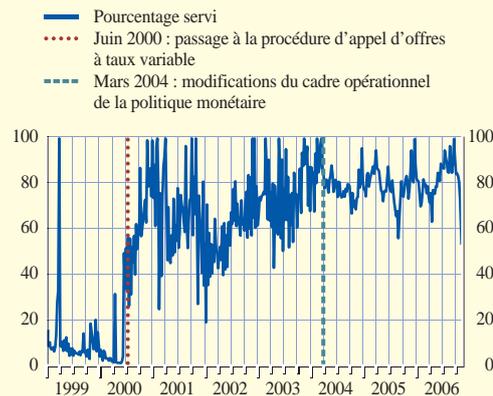


Source : BCE

Note : Le taux appliqué aux opérations principales de refinancement correspond, pour les opérations réglées avant le 28 juin 2000, à celui des appels d'offres à taux fixe. Pour les opérations réglées après cette date, il s'agit du taux de soumission minimal appliqué aux appels d'offres à taux variable.

Graphique 12 Évolution du pourcentage servi, janvier 1999–novembre 2006

(pourcentage de soumissions)



Source : BCE

prévoyant des procédures d'appels d'offres à taux variable comme à taux fixe. Le passage à des procédures d'appels d'offres à taux variable était conçu en réponse à un phénomène de soumissions excessives (*overbidding*) des banques dans les opérations de l'Eurosystème, qui était devenu particulièrement aigu au premier semestre 2000. Durant cette période, il a été constaté des soumissions d'offres élevées et même en augmentation croissante dans le cadre des OPR, de sorte que le ratio entre volume alloué et montant des soumissions s'est inscrit à un niveau très bas (cf. graphique 12). Le phénomène de soumissions excessives s'est produit à des périodes où les banques anticipaient un relèvement des taux directeurs de la BCE au cours de la période de constitution considérée. Effectivement, dans un contexte où les anticipations d'une hausse imminente des taux d'intérêt étaient fortes, le taux du marché au jour le jour augmentait jusqu'au niveau anticipé, pour se situer à des niveaux supérieurs au taux fixe des appels d'offres¹¹. Les banques étaient donc fortement incitées à obtenir des fonds par le biais des OPR, ce qui explique le phénomène de soumissions excessives.

Le 8 juin 2000, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de passer d'une procédure d'appels d'offres à taux fixe à une procédure d'appels d'offres à taux variable à partir de l'OPR réglée le 28 juin. Le Conseil des gouverneurs a également décidé de fixer un taux de soumission minimal appliqué à ces opérations pour signaler son orientation de politique monétaire. Le taux de soumission minimal s'est substitué au taux appliqué aux appels d'offres à taux fixe. La nouvelle procédure d'appels d'offres a eu pour effet de résoudre immédiatement le problème des soumissions excessives.

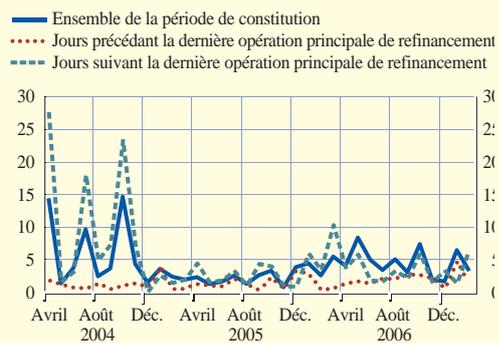
En second lieu, le passage à la procédure d'appels d'offres à taux variable n'a pas préservé l'Eurosystème du phénomène d'insuffisance des soumissions des banques (*underbidding*). Ce phénomène est constaté lorsque le total des soumissions des banques est inférieur au montant proposé à l'adjudication. Dans ce cas, les banques sont confrontées au risque d'être à court de liquidité à la fin de la période de constitution et doivent donc avoir recours à la facilité de prêt marginal, ce qui tire à la hausse le taux d'intérêt du marché au jour le jour. Amorcé en 2001, dans un environnement où les intervenants de marché anticipaient une baisse des taux directeurs de la BCE, ce phénomène s'est produit à huit reprises. Effectivement, dans un contexte durant lequel les

11 Dans une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la BCE indique à l'avance le taux et les contreparties soumissionnent pour le montant auquel elles souhaitent être servies à ce taux. L'adjudication est ensuite effectuée au *pro rata* des soumissions de chaque banque.

Les changements
structurels
de mars 2004

Graphique 13 Écart type de l'Eonia par période de constitution des réserves (au jour le jour) avril 2004-janvier 2007

(en points de base)



Source : BCE

anticipations de baisse des taux d'intérêt prévalaient durant la période de constitution en cours, le taux du marché au jour le jour baissait jusqu'au niveau anticipé, à savoir, en dessous du taux de soumission minimal. Ainsi, les banques étaient moins incitées à obtenir des fonds par le biais des OPR.

Pour éviter que les soumissions des banques pendant la période de constitution en cours ne soient perturbées par des anticipations de modification des taux directeurs de la BCE, le Conseil des gouverneurs a décidé, en janvier 2003, de mettre en œuvre deux changements de son cadre opérationnel, lesquels sont entrés en vigueur en mars 2004. Le premier changement s'est traduit

par une modification du calendrier des périodes de constitution des réserves obligatoires, de manière que celles-ci débutent toujours après la réunion du Conseil des gouverneurs à l'ordre du jour de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. La mise en œuvre des modifications des taux des facilités permanentes coïncide désormais avec le début de la nouvelle période de constitution des réserves obligatoires. Le second changement visait la durée des OPR, qui a été raccourcie pour passer de deux semaines à une semaine. Il en résulte que les OPR ne chevauchent plus deux périodes de constitution. La mise en œuvre de ces changements s'est déroulée normalement et les banques ont rapidement adapté leur comportement de soumission.

Des opérations de réglage fin plus fréquentes à la fin de la période de constitution

Enfin, en conséquence de l'alignement du calendrier de la période de constitution sur la réunion du Conseil des gouverneurs, le délai moyen entre la dernière OPR d'une période de constitution et le dernier jour de cette période a été allongé à six jours ouvrables. Avant mars 2004, il variait de un à six jours, d'où le risque de voir apparaître des déséquilibres importants de liquidité à la fin de la période de constitution, et, partant, une volatilité des taux d'intérêt au jour le jour. En réaction, depuis octobre 2004, la BCE a neutralisé plus fréquemment les déséquilibres importants de liquidité apparaissant à la fin de la période de constitution, en procédant à une opération de réglage fin le dernier jour de la période. La BCE a ainsi été en mesure de réduire la volatilité des taux d'intérêt que l'on a pu observer la dernière semaine de la période de constitution (cf. graphique 13).

Le cadre opérationnel face aux récentes turbulences financières

La récente période de volatilité des marchés de capitaux, amorcée au mois d'août 2007, lorsque la crise américaine du marché hypothécaire des subprimes s'est propagée au marché monétaire de la zone euro, constitue le plus grand défi posé à ce jour au cadre opérationnel de l'Eurosystème. Pendant cet épisode, le cadre opérationnel a parfaitement répondu aux besoins de l'Eurosystème et la capacité de ce dernier à piloter le taux au jour le jour a été maintenue (cf. graphique 11).

Pour piloter le taux au jour le jour au plus près du taux de soumission minimal, la BCE a appliqué quatre types de mesures face à la tourmente financière ¹².

En premier lieu, le calendrier de fourniture de liquidité en période de constitution de réserves a été modifié en recourant à la fois à des OPR et à des ORF. Avant les turbulences, la BCE avait l'habitude de fournir de la liquidité de façon régulière au cours de la période de constitution, mais depuis le début de la récente période de volatilité des marchés, elle a augmenté la liquidité qu'elle fournit au début de

¹² Cf. également l'article intitulé *Les opérations d'open market de l'Eurosystème lors de la période récente de volatilité des marchés de capitaux* du *Bulletin mensuel* de mai 2008

la période de constitution, permettant ainsi aux banques de remplir leur obligation de constitution de réserves obligatoires relativement tôt dans la période. La fourniture globale de liquidité n'a toutefois pas changé : l'Eurosystème vise toujours à allouer aux banques le montant qui leur permet de remplir exactement leur obligation de constitution de réserves.

En second lieu, la part du refinancement fourni par l'Eurosystème *via* les ORPLT a été augmentée, en s'accompagnant corrélativement de la réduction de la part fournie par les OPR à une semaine. Ces dispositions ont permis d'allonger la durée moyenne des opérations de politique monétaire en cours.

En troisième lieu, des procédures d'appels d'offres spéciales intégralement adjudgées ont été utilisées à l'occasion, notamment pour alléger les tensions de fin d'année sur les marchés. Ces procédures ont permis au marché de déterminer le montant exact servi dans des situations où il était difficile d'évaluer la demande de liquidité et où cette évaluation imposait d'effectuer des opérations de réglage fin pour absorber l'excédent de liquidité qui en résultait.

Ces trois catégories de mesures ont permis à la BCE de conserver le contrôle des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire. Aucune de ces mesures n'a nécessité d'apporter des changements structurels au cadre opérationnel de mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème. Le dispositif de garantie, qui est considéré comme ayant joué un rôle important dans le bon fonctionnement du marché monétaire, n'a pas davantage nécessité de changements.

Une modification structurelle
du cadre opérationnel
n'est pas nécessaire.

Encadré 4

LE MÉCANISME DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Des éléments empiriques ont montré que le mécanisme de transmission de la politique monétaire fonctionne de manière largement similaire dans tous les pays de la zone euro. Les banques jouent un rôle clé dans la transmission des changements des taux directeurs aux taux des crédits bancaires, étant donné la dépendance élevée des entreprises et des ménages vis-à-vis des financements bancaires et le degré encore limité de la capitalisation boursière de la zone euro par rapport à celle des États-Unis. Les spécificités propres à chaque pays résultent essentiellement de l'émergence de nouveaux produits financiers et de nouveaux acteurs, de l'évolution de la concurrence entre les banques et des degrés différents d'intégration des marchés de capitaux dans les pays de la zone euro considérés individuellement.

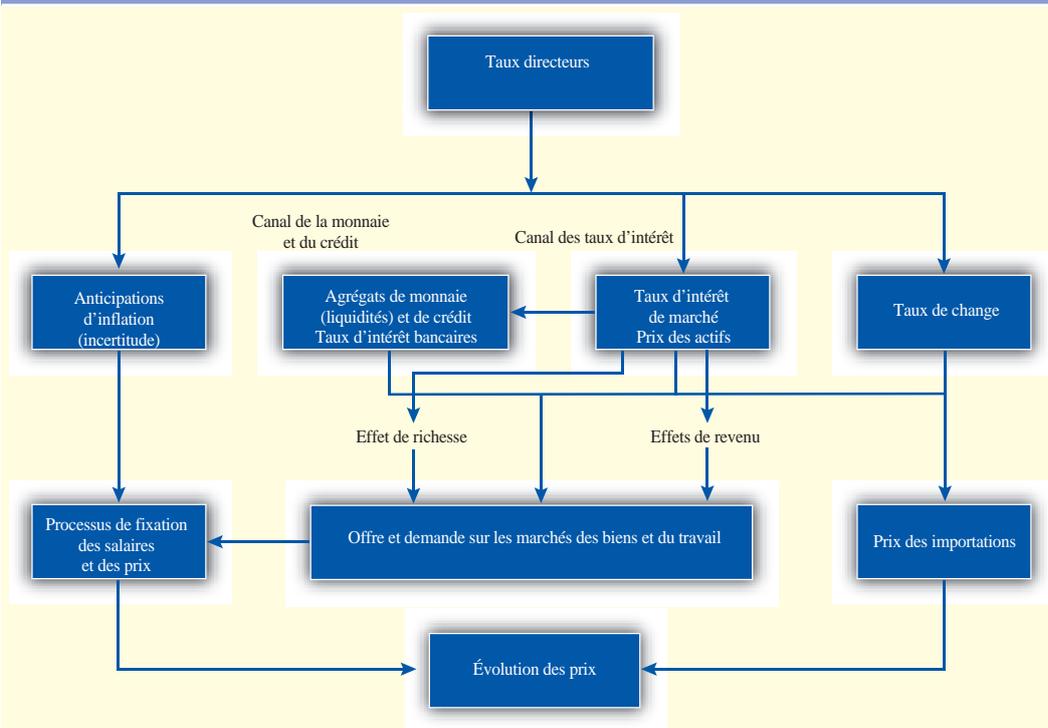
Pour la zone euro dans son ensemble, le canal classique des taux d'intérêt joue un rôle dominant dans la transmission des impulsions monétaires à l'économie. D'autres canaux majeurs présentant une importance pour la zone euro sont le canal monétaire, le canal du crédit et le canal des anticipations (cf. graphique A) ¹.

En ce qui concerne le canal des taux d'intérêt et le canal monétaire et du crédit, les analyses effectuées par la BCE et l'Eurosystème font état d'un remarquable degré de convergence dans la zone euro depuis 1999. Toutefois, il subsiste des différences entre les pays en termes de niveaux et de variations des taux d'intérêt bancaires. Il existe aussi des indications montrant qu'il demeure un certain degré d'hétérogénéité dans la répercussion des taux de marché aux taux bancaires ².

¹ Pour une vue d'ensemble des mécanismes de transmission de la politique monétaire, cf. l'article intitulé *La transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juillet 2000 et la brochure de la BCE intitulée « La politique monétaire de la BCE », 2003. Cf. aussi A.K. Kashyap and J.C. Stein, *What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy*, *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 3, 2000.

² Cet aspect est également confirmé par des études économétriques. Cf., entre autres, H. Sander *et al.*, *Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration*, *Journal of International Money and Finance* 23, 2004, G. de Bondt, *Interest rate pass-through: empirical results for the euro area*, *German Economic Review* 6 (1), 2005, et C. Kok Sørensen *et al.*, *Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison*, Document de travail de la BCE n°580, 2006.

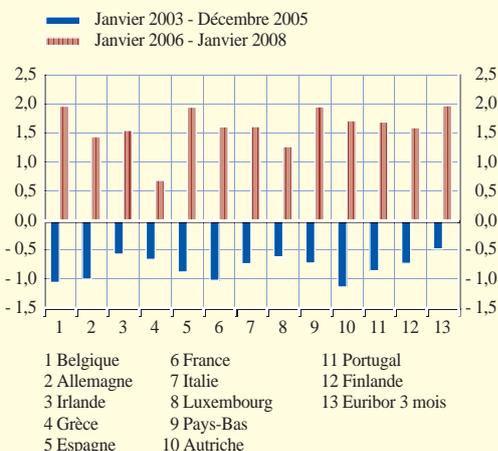
Graphique A Schéma du mécanisme de transmission de la politique monétaire



Source : BCE

Graphique B Évolution des taux appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages

(en points de pourcentage)

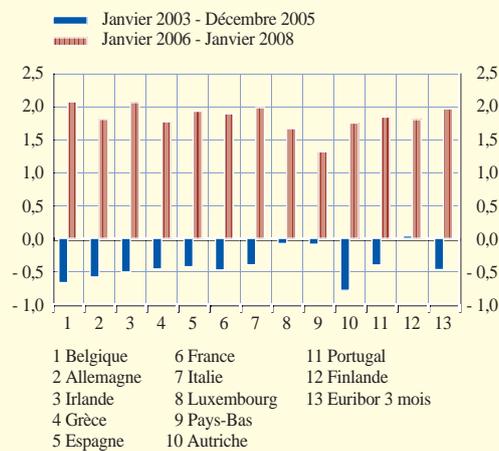


Source : BCE

Note : Les taux appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages sont des taux variables dont la période de fixation initiale du taux est ≤ 1 an.

Graphique C Évolution des taux appliqués aux prêts aux sociétés non financières

(en points de pourcentage)



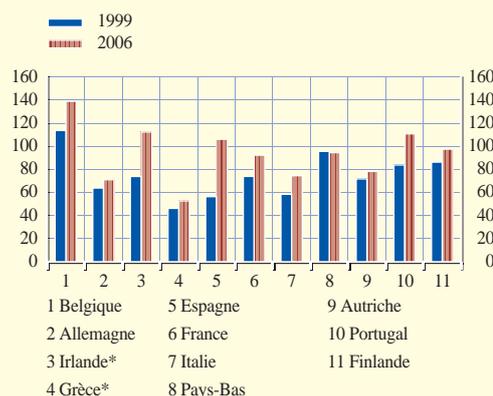
Source : BCE

Note : Les taux utilisés sont ceux appliqués aux prêts aux sociétés non financières d'un montant > 1 million d'euros assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est ≤ 1 an.

Les graphiques B et C confirment en partie ce degré d'hétérogénéité. Les colonnes comparent les évolutions des taux appliqués aux prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières au niveau de chaque pays avec celles de l'Euribor à 3 mois pendant la période allant de 2003 à 2008 (cf. colonne 13 dans les graphiques B et C), pour lesquels il existe des données harmonisées sur les taux d'intérêt bancaires. En cas de répercussion totale, les variations des taux bancaires doivent être égales aux variations des taux de marché. Il semble toutefois, au vu de ces données, que la réaction des banques des différents pays aux modifications des taux de marché est très variable et que les banques ne paraissent répercuter intégralement ces modifications que dans quelques cas. Les faits probants disponibles montrent que les taux des prêts au logement convergent désormais beaucoup plus vers les taux de marché que les taux de crédits à court terme consentis à des sociétés non financières (ou ceux d'autres catégories de produits).

Graphique D Ratios de la dette par rapport au PIB des sociétés non financières

(1999 et 2006)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Notes : Les données relatives à la dette de la Belgique comprennent les prêts intra-groupes.

* Dans le cas de la Grèce et de l'Irlande, la première colonne correspond à 2001.

La concurrence au sein du secteur des services financiers, les relations des banques avec leurs clients, les préférences de ces derniers en matière d'échéance des contrats de crédit ou de variabilité des taux d'intérêt, les primes de risque et les coûts administratifs de traitement des modifications de taux d'intérêt sont tous susceptibles d'influencer l'efficacité des mesures de politique monétaire par l'intermédiaire de leur incidence sur le processus de diffusion aux taux des crédits bancaires³.

Globalement, étant donné le rôle majeur joué par les banques dans les prêts consentis aux ménages et aux entreprises, le canal du crédit semble présenter un grand intérêt pour la zone euro, tout en étant assorti d'un degré d'importance variable selon les pays de la zone⁴. Ce canal comprend généralement un canal du bilan et un canal du prêt bancaire⁵.

Si l'on s'intéresse au canal du bilan, l'analyse a montré que dans certains pays de la zone euro, les effets de liquidité et de trésorerie semblent être importants, alors qu'ils paraissent insignifiants dans d'autres⁶. L'importance du canal du bilan peut se déduire indirectement en analysant les différences entre pays en ce qui concerne le degré d'endettement des sociétés non financières ou la nature de leurs sources de financement. Le graphique D montre qu'il existe des écarts de niveau d'endettement des entreprises entre les pays de la zone euro. Dans certains pays, les entreprises semblent être plus sensibles aux variations des taux d'intérêt, puisque leur endettement est relativement élevé par rapport à la moyenne de la zone euro.

En ce qui concerne le canal du prêt bancaire, l'analyse n'a guère réussi à prouver de façon indiscutable que l'offre de prêts exerce un effet sur la transmission de la politique monétaire dans plusieurs pays

3 Cf. BCE, *Differences in MFI interest rate across euro area countries*, septembre 2006

4 Cf. J. B. Chatelain et al. *Firm investment and monetary transmission in the euro area*, et I. Angeloni, A. Kashyap and B. Mojon, *Monetary policy transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003

5 Cf. également B. S. Bernanke et M. Gertler, *Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission*, *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 1995

6 Cf. tableau 24.6 dans I. Angeloni, A. Kashyap et B. Mojon, op. cit. et L. Gambacorta et P.E. Mistrulli, *Does bank capital affect lending behaviour?*, *Journal of Financial Intermediation*, Vol 13, n°4, 2004

de la zone euro. Les analyses recourant à des données bancaires micro-économiques ont conclu que les indicateurs habituels du degré d'information asymétrique (comme la taille de la banque) n'ont qu'une importance mineure en ce qui concerne la réaction des prêts bancaires à la politique monétaire dans la zone euro. En revanche, dans la plupart des pays de la zone euro, la réaction des banques à la politique monétaire semble dépendre de leur liquidité.

Globalement, il existe un certain degré d'hétérogénéité selon les pays en ce qui concerne le mode de financement des entreprises. L'intermédiation bancaire joue un rôle prépondérant dans certains pays, alors que la finance directe l'emporte dans d'autres pays. Il est possible que cette situation reflète les spécificités du secteur des entreprises au sein des différents pays (par exemple, l'importance des petites et moyennes entreprises, le fait que les entreprises soient majoritairement cotées ou non cotées). Toutefois, cette situation résulte sans doute également de la possibilité qu'ont les entreprises d'avoir accès à des sources alternatives de financement externe. À cet égard, il faut souligner les changements significatifs qui se sont produits au sein du secteur financier depuis le début de l'Union monétaire.

Enfin, la BCE a conclu un dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accord de swap) avec le Système fédéral de réserve dans le cadre de la « *Term Auction Facility* », ou dispositif temporaire d'adjudication. La BCE a ainsi conduit, dans le cadre de ce dispositif, plusieurs opérations d'apport de liquidité en dollars auprès des banques de la zone euro, pour le compte du Système fédéral de réserve.

Il apparaît ainsi que la souplesse du cadre opérationnel de mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème ainsi que la gamme diversifiée d'instruments et de procédures qu'il offre ont démontré leur efficacité et leur résilience.

Il convient de remarquer qu'en pilotant les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire, la politique monétaire exerce une influence significative sur les taux du marché et, par des voies diverses et variées, sur les décisions de consommation et d'investissement, sur les évolutions monétaires et *in fine*, sur l'évolution du niveau des prix. Le processus par lequel les décisions de politique monétaire influencent l'économie, en général, et le niveau des prix, en particulier, est connu sous la dénomination de mécanisme de transmission de la politique monétaire. Ce processus est complexe, peut changer avec le temps et présenter des différences selon les économies. L'encadré 4 présente quelques éléments empiriques s'appliquant à la zone euro.

3.4 DES DÉFIS DEMEURENT À L'AVENIR

Depuis sa création, la BCE a surmonté de nombreux défis qui provenaient en majeure partie d'une série de chocs importants à la hausse sur les prix. En prenant des mesures fermes, en temps opportun et à chaque fois que le besoin s'en faisait sentir, le Conseil des gouverneurs de la BCE a prouvé sa capacité et son engagement à maintenir, conformément à son mandat, la stabilité des prix. Cette réussite se reflète également dans l'ancrage ferme et durable des anticipations d'inflation à long terme.

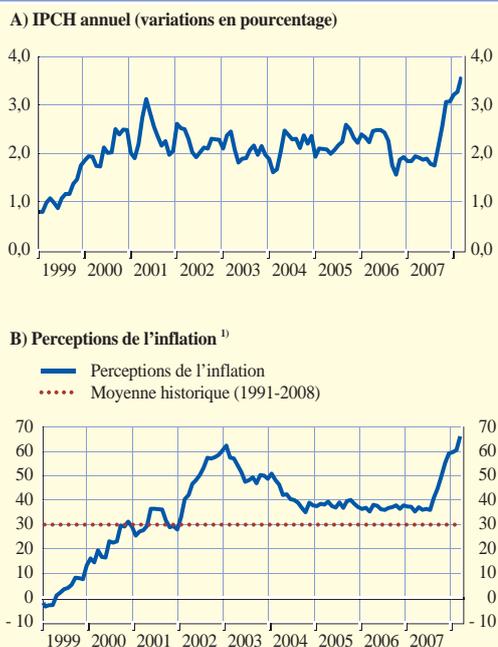
Toutefois, il n'y a pas lieu d'être complaisant. Bien que la BCE ait réussi à maintenir un degré élevé de stabilité des prix dans la zone euro au cours des neuf dernières années et demie, les taux d'inflation annuels moyens mesurés sur la base de l'IPCH sont restés élevés, à des niveaux qui ont constamment dépassé depuis 2000 la limite supérieure de la définition de la stabilité des prix donnée par la BCE. Même si cela peut s'expliquer par la série de chocs négatifs à la hausse sur les prix que l'on a citée plus haut, le résultat n'est pas conforme à l'objectif du Conseil des gouverneurs visant à maintenir le rythme

annuel de hausse de l'IPCH à un niveau inférieur à, mais proche de 2 %.

De la même façon, la BCE a dû faire face à des périodes difficiles au cours desquelles les anticipations d'inflation déduites des instruments des marchés financiers, tels les rendements des obligations indexées, ont provisoirement augmenté considérablement au-dessus des niveaux compatibles avec la stabilité des prix à moyen terme. Jusqu'ici, la BCE a été en mesure d'ancrer les anticipations d'inflation, en les ramenant à des niveaux en ligne avec la stabilité des prix. Toutefois, certains signes se font jour, indiquant que les anticipations d'inflation suivent actuellement une tendance à la hausse. Il ne saurait donc être exclu qu'elles puissent être durablement supérieures au niveau enregistré au début de l'UEM. C'est précisément à cet égard qu'un ancrage ferme des anticipations d'inflation reste d'une importance primordiale et c'est pourquoi le Conseil des gouverneurs lui confère la plus haute priorité.

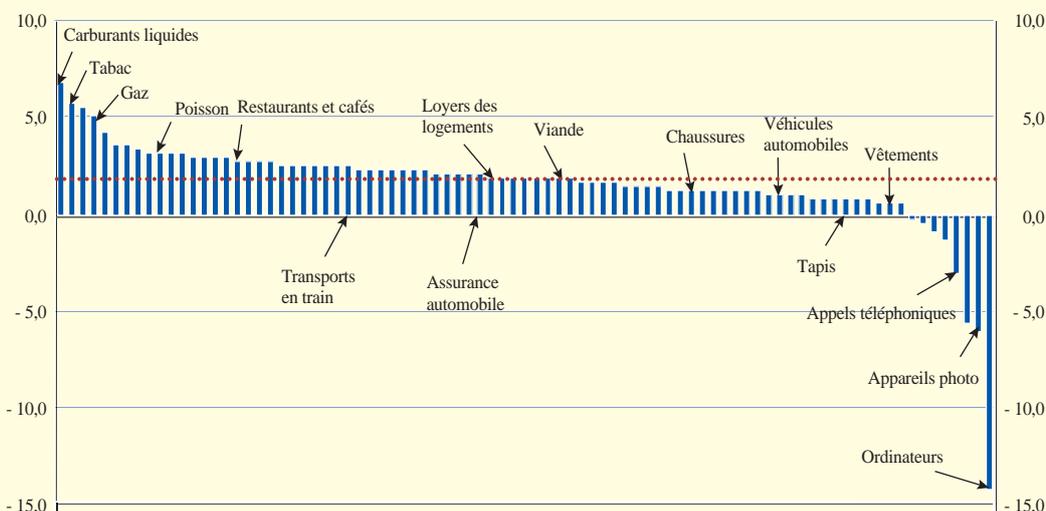
Enfin, bien que les taux d'inflation effectifs moyens mesurés par l'IPCH aient été en gros compatibles avec la stabilité des prix, les données d'enquête montrent un écart persistant entre les chiffres officiels de l'inflation et l'inflation perçue par le grand public dans la zone euro (cf. graphique 14). Ces évolutions divergentes peuvent s'expliquer par plusieurs

Graphique 14 Inflation mesurée par l'IPCH et perceptions de l'inflation dans la zone euro



Sources : Eurostat et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs
1) Entre 2002 et 2003, l'inflation perçue a fortement augmenté. La part des consommateurs estimant que les prix avaient « fortement augmenté » est passée de 14 % en 1999-2001 à 38 % en 2002-2003.

Graphique 15 Variations annuelles moyennes de 93 sous-indices de l'IPCH, avec indication d'une sélection de produits, sur la période 1996-2007



Source : Calculs de la BCE à partir de données d'Eurostat
Note : La ligne en pointillé correspond à la hausse annuelle moyenne de l'IPCH, qui s'est établie à 1,9 % au cours de la période considérée.

facteurs. Un argument important à cet égard est que les consommateurs attachent peut-être plus d'importance à l'évolution des prix des biens et des services qu'ils achètent le plus fréquemment. Dans cette perspective, ces articles exercent une incidence plus forte sur l'inflation perçue par les consommateurs que ne l'indique la dépense effective qui leur est consacrée¹³.

Bien que le rythme annuel de hausse de l'IPCH soit de 1,9 % en moyenne depuis 1996, cette évolution est loin d'être uniforme selon les secteurs. Le graphique 15 montre les changements enregistrés depuis 1996 par l'IPCH ventilé par sous-indices. Il apparaît ainsi que les prix des biens durables achetés peu fréquemment (tels, par exemple, les ordinateurs et les voitures) augmentent moins vite que ceux de nombreux articles fréquemment achetés (tels l'essence et les produits alimentaires dans les restaurants et cafés). Ainsi, expliquer les différences entre l'inflation perçue et l'inflation effective et faire en sorte que le public ne mette pas en doute la qualité des statistiques officielles de l'inflation constitue un défi majeur, en particulier pour la politique de communication de la BCE et de l'Eurosysteme.

¹³ Cf. l'article Mesures et perception de l'inflation dans la zone euro, et en particulier l'encadré 1 de cet article du *Bulletin mensuel* de mai 2007

LES TROIS PHASES DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE (UEM)

1 1^{er} juillet 1990 – Abolition de l'ensemble des restrictions aux mouvements de capitaux

2 1^{er} janvier 1994 – Mise en place de l'Institut monétaire européen, prédécesseur de la BCE

3 1^{er} janvier 1999 – Fixation irrévocable des taux de conversion, LA BCE est responsable de la politique monétaire.

1^{er} janvier 2002 – Introduction de l'euro fiduciaire

LES CRITÈRES DE CONVERGENCE

Union économique et monétaire

Stabilité des prix

Convergence % des taux d'intérêt

Discipline des finances publiques

Stabilité du taux de change

4 LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE ET L'ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO



Comme le montre le chapitre 3, c'est en préservant la stabilité des prix que la politique monétaire apporte sa meilleure contribution à la croissance de l'économie réelle. Cette contribution est certes très importante, mais ce sont principalement les politiques structurelle et budgétaire qui expliquent les tendances macroéconomiques analysées dans le présent chapitre.

Sur la dernière décennie, depuis l'introduction de l'UEM, le nombre de créations d'emplois s'est accru de plus de 15 millions dans la zone euro. Sur la période 1990-1998, la progression n'avait représenté qu'environ 5 millions. Voilà une évolution encourageante, qui résulte des restructurations opérées par les entreprises, des réformes du marché du travail, de l'immigration et de la modération salariale. Cependant, la productivité horaire du travail reste relativement faible dans la zone euro depuis le milieu des années quatre-vingt-dix.

L'évaluation globale de la politique budgétaire est nuancée. D'un côté, la position budgétaire globale de la zone euro s'est nettement améliorée ces dernières années. De l'autre, certains pays de cette zone doivent encore redresser durablement leur situation budgétaire et ramener leur endettement à des niveaux plus soutenables. À cet égard, il est particulièrement décevant que beaucoup n'aient pas mis à profit les épisodes de croissance pour accélérer l'assainissement de leurs finances publiques.

Les différentiels de croissance de la production en volume et d'inflation entre les pays ne sont pas particulièrement importants comparés à ceux observés entre les États et les régions des États-Unis. Comme dans toute union monétaire, ils sont dans une certaine mesure naturels, par exemple s'ils sont liés à des effets de rattrapage. Toutefois, ils peuvent également trahir une politique économique nationale inappropriée et des rigidités structurelles, auxquelles les instances dirigeantes doivent remédier.

Ce chapitre décrit également comment la zone euro est passée de onze pays au départ à quinze pays aujourd'hui. L'élargissement constitue une étape irrévocable et doit donc être soigneusement préparé. Dans la perspective de tout élargissement à venir, il est crucial de parvenir à une convergence durable.

Globalement, des progrès notables ont été accomplis. Cependant, un long chemin reste à parcourir et des signes de ralentissement, voire d'un retour en arrière sur les réformes structurelles et l'assainissement budgétaire, sont depuis peu préoccupants, y compris du point de vue de la politique monétaire. Une politique structurelle malavisée, des rigidités économiques et le laxisme budgétaire peuvent accentuer les tensions inflationnistes ou la persistance de l'inflation, ce dont la politique monétaire doit tenir compte. Les politiques et les réformes économiques qui favorisent la concurrence et la flexibilité sur les marchés des biens, des capitaux et du travail, ainsi que l'achèvement du Marché unique, stimulent la croissance et la création d'emplois, atténuent les tensions sur les prix et améliorent le bien-être de la population. Ces mesures contribuent également au bon fonctionnement des mécanismes d'ajustement au sein de l'UEM.

Le présent chapitre est structuré comme suit : la section 4.1 de ce chapitre expose les tendances de la croissance en volume, de la productivité et des marchés du travail, la section 4.2 est consacrée à la politique budgétaire, la section 4.3 présente certains faits stylisés sur les différentiels de croissance de la production en volume et d'inflation entre plusieurs pays, la section 4.4 décrit le processus d'élargissement de la zone euro, qui est passée de onze membres à quinze membres et la section 4.5 fait le point sur les difficultés qui devront être surmontées à l'avenir.

4.1 ÉVOLUTIONS MACROÉCONOMIQUES RÉELLES ET POLITIQUES STRUCTURELLES DANS LA ZONE EURO

Cette section examine les évolutions macroéconomiques réelles, ainsi que les principaux obstacles à la politique économique structurelle, dans la zone euro. Elle commence par évoquer brièvement la pertinence des réformes structurelles au sein de l'UEM, avant de s'intéresser à la croissance de la production, de l'emploi et de la productivité. À long terme, les caractéristiques structurelles et institutionnelles de la zone euro déterminent, dans une large mesure, sa capacité à générer des gains de productivité et des créations d'emplois et à étayer une croissance économique solide. Enfin, cette section évalue les principaux problèmes structurels de la politique économique et les difficultés rencontrées sur les marchés du travail et des produits.

PERTINENCE DES RÉFORMES STRUCTURELLES DANS UNE UNION MONÉTAIRE

Les réformes économiques opérées sur les marchés des biens, des capitaux et du travail, ainsi que l'achèvement du Marché unique, ont pour objectif de lever les obstacles à la concurrence, de renforcer la flexibilité des marchés et d'intensifier la concurrence, dans et entre les pays. De manière générale, ces réformes structurelles sont très pertinentes du point de vue de la politique monétaire, car elles contribuent largement à alléger les tensions inflationnistes et à limiter la persistance de l'inflation en cas de chocs négatifs. Plus précisément, les rigidités des mécanismes de fixation des salaires et des prix ou les majorations salariales excessives observées actuellement risquent de retarder les ajustements nécessaires des prix relatifs aux chocs économiques, ce qui alimenterait la persistance de l'inflation. Dans une union monétaire telle que la zone euro, où les pays ne peuvent plus moduler eux-mêmes leur politique monétaire et de change afin de réagir à l'évolution de l'économie¹, il est d'autant plus important de pouvoir compter sur des marchés flexibles et concurrentiels, capables de s'adapter en douceur aux changements économiques et d'absorber les chocs, y compris transfrontières².

De plus, les réformes économiques qui suppriment les obstacles à la concurrence non seulement renforcent la solidité de la zone euro face aux changements économiques, mais contribuent aussi à atténuer les tensions sur les prix. On a en effet observé qu'une concurrence accrue exerce généralement des pressions à la baisse sur les coûts et les prix³.

Au vu des piètres performances économiques de l'Europe pendant la dernière décennie, le Conseil européen a engagé un programme de réformes vaste et ambitieux, la stratégie de Lisbonne pour la croissance et l'emploi (cf. également le chapitre 2). Entre autres objectifs, la stratégie de Lisbonne vise à stimuler la croissance économique, la productivité et l'utilisation de la main-d'œuvre dans l'économie européenne⁴. Comme indiqué au chapitre 2, la stratégie de Lisbonne constitue un programme fondamental et ambitieux destiné à sensibiliser l'Europe à l'urgence d'engager des réformes structurelles. Il s'agit d'une approche globale de la réforme, qui cherche à favoriser la concurrence et la flexibilité sur les marchés des produits et du travail. Cette stratégie exploite les effets complémentaires et bénéfiques des réformes économiques sur les perspectives de croissance à long terme dans la zone euro en influant positivement sur le taux d'activité, mais aussi sur la croissance de la productivité du travail, en favorisant l'innovation et les progrès technologiques.

La sous-section suivante examine les évolutions macroéconomiques concernant la production, la productivité et l'emploi au cours des deux dernières décennies.

1 Cf. N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert et G. Vitale, *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy*, Étude n° 66 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques, juillet 2007

2 Dans la zone euro, l'intégration financière facilite aussi l'ajustement en douceur aux chocs (cf. chapitre 6).

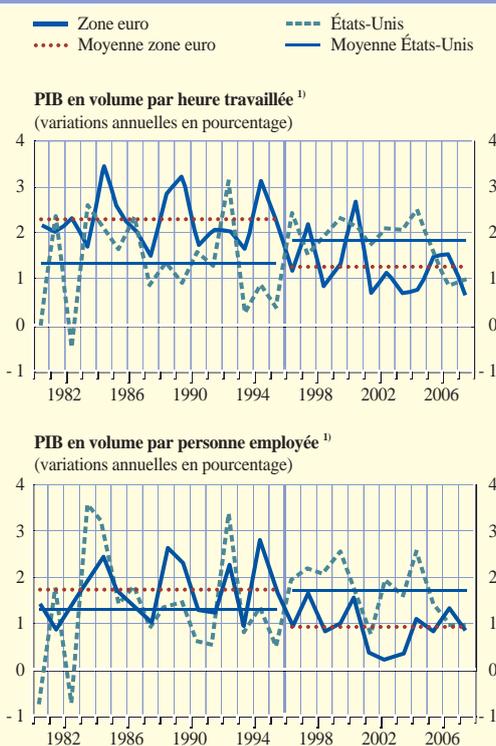
3 Cf. par exemple, P. Cavelaars, *Does competition enhancement have permanent inflation effects?*, *Kyklos*, vol. 56, n° 1, 2003, pp. 69-94, et M. Przybyla et M. Roma, *Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors*, document de travail de la BCE n° 453, mars 2005

4 Cf. le site Internet de la Commission européenne pour de plus amples informations (http://ec.europa.eu/growthandjobs/index_fr.htm)

Des marchés concurrentiels renforcent la résistance aux chocs.

La concurrence favorise la croissance et atténue les tensions inflationnistes.

Graphique 1 Comparaison entre la zone euro et les États-Unis



Source : Base de données Ameco de la Commission européenne
Note : Les données relatives à l'Allemagne antérieures à 1991 se réfèrent uniquement à l'Allemagne de l'Ouest.
1) Moyennes calculées sur les périodes 1980-1995 et 1996-2007

ÉVOLUTION DE LA CROISSANCE EN VOLUME ET DE LA PRODUCTIVITÉ DANS LA ZONE EURO

Depuis 1996, la croissance de la zone euro s'établit en moyenne à 2,2 % par an, soit quasiment le taux observé sur la période 1980-1995. Cependant, ce chiffre masque deux tendances assez contrastées : si la croissance de l'emploi a affiché une nette amélioration au cours de la dernière décennie, la croissance moyenne de la productivité marque le pas depuis le milieu des années quatre-vingt-dix.

La progression de la productivité du travail constitue en général l'un des principaux moteurs de la croissance de la production à long terme. Dans l'ensemble, les évolutions à long terme dans la zone euro se caractérisent par une rupture au milieu des années quatre-vingt-dix, qui fait suite à un épisode de croissance prolongé. Entre 1980 et 1995, la croissance moyenne du PIB en volume par heure travaillée dans la zone euro est ressortie à 2,3 %, pour une augmentation de 2,2 % du PIB en volume. À compter du milieu des années quatre-vingt-dix, on a assisté à un ralentissement marqué de la croissance de la productivité. De 1996 à 2007, la croissance de la productivité moyenne dans la zone euro, mesurée par le PIB en volume par heure travaillée, s'est tassée, retombant à quelque 1,3 %

sur la période (cf. graphique 1), tandis que la croissance moyenne du PIB en volume restait globalement inchangée par rapport à la période antérieure. Ce fléchissement s'est accompagné d'une accélération notable du taux de croissance annuel du nombre total d'heures travaillées. Sur la période 1980-1995, le nombre d'heures travaillées chaque année avait en fait reculé, en moyenne de 0,2 %, alors qu'entre 1996 et 2007, il a augmenté de 0,9 % par an. Sur la période 1999-2007, la zone euro a enregistré un gain de productivité horaire de 1,2 % en moyenne chaque année, contre 1,9 % entre 1990 et 1998.

Ces évolutions contrastent avec celles observées aux États-Unis, où le taux de croissance du nombre total d'heures travaillées a légèrement reculé, passant d'une moyenne de 1,4 % sur la période 1980-1995 à 1,3 % sur la période 1996-2007, tandis que le taux de croissance de la productivité progressait nettement, passant de 1,4 % à 2,1 %. Ainsi, dans la zone euro, l'accélération de la croissance de l'emploi et des heures travaillées a été contrebalancée par un recul de la croissance de la productivité, si bien que le taux d'expansion du PIB est resté globalement inchangé. En revanche, les gains de productivité dégagés aux États-Unis ont plus que compensé la décélération du facteur travail, ce qui a renforcé la croissance du PIB en volume.

Une analyse sectorielle fait apparaître un recul de la croissance de la productivité, en particulier pour les services marchands, dont la distribution et les services financiers et aux entreprises, qui utilisent plus intensivement les technologies de l'information et des communications (TIC)⁵. Parallèlement, alors que la productivité de ces secteurs s'est fortement accélérée aux États-Unis, elle s'est essouffée

Forte progression de l'emploi, mais faible croissance de la productivité

Modestes gains de productivité dans les services marchands

5 Cf. l'article intitulé *Évolution de la productivité et politique monétaire* du *Bulletin mensuel* de janvier 2008, qui propose une analyse détaillée de l'évolution de la productivité dans la zone euro

**Forte réglementation
et autres rigidités
structurelles**

dans la zone euro. Il semblerait donc que les entreprises européennes n'aient pas exploité les avantages des nouvelles technologies. Ces technologies exercent la plus forte incidence sur la croissance de la productivité en engendrant des gains d'efficacité dans les processus de gestion, les procédures et les structures organisationnelles et en facilitant les innovations complémentaires. Par exemple, le recours aux ordinateurs et à internet réduit les coûts de communication et permet la mise en place de structures d'organisation plus flexibles et décentralisées. Les avantages d'une accélération de la productivité ne peuvent être pleinement mis à profit qu'en l'absence d'obstacles aux changements d'ordre organisationnel. Se fondant sur cette hypothèse, quelques études observent que des environnements fortement réglementés tendent à être associés à une croissance plus faible de l'investissement et de la productivité ⁶. Ces études expliquent que les rigidités institutionnelles qui érodent la capacité des entreprises à s'adapter, rapidement et en douceur, à leur nouvel environnement constituent des déterminants importants de la faible croissance de la productivité dans les économies de la zone euro.

LES MARCHÉS DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO

**Embellie sur les marchés
du travail
de la zone euro**

L'utilisation de la main-d'œuvre, mesurée par le nombre total d'heures travaillées chaque année divisé par la population totale, a progressé de 0,2 % par an en moyenne dans la zone euro sur la période 1997-2007 ⁷. Cette évolution reflète les avancées de la participation au marché du travail et de l'emploi. De 67,2 % en 1999, le taux d'activité s'est établi à près de 71 % en 2007. Et surtout, depuis la création de l'UEM, en 1999, le nombre des titulaires d'un emploi a crû de plus de 15 millions dans la zone euro, alors que, entre 1990 et 1998, l'augmentation n'avait représenté que 5 millions environ. Sur la période 1999-2007, le taux d'emploi global est passé de 60,3 % à 65,5 %. Cette expansion transparait surtout dans la hausse de l'emploi des femmes et des seniors, ainsi que dans celle de l'emploi temporaire et à temps partiel (cf. tableau 1). Elle traduit les effets des réformes économiques, de l'immigration et de la modération salariale. Néanmoins, le taux d'emploi global de la zone euro reste faible comparé à celui des États-Unis (73,3 % en 2007) et il est encore loin de l'objectif de 70 % pour 2010 fixé par la stratégie de Lisbonne.

- 6 Cf., par exemple, A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti et F. Schiantarelli (2005), *Regulation and investment*, Journal of the European Economic Association, vol. 3, pp. 791-825, dans lequel les auteurs constatent que les réformes de la réglementation exercent une incidence positive significative sur l'accumulation du capital dans le transport, les communications et les services publics, particulièrement à long terme. Dans G. Nicoletti et S. Scarpetta (2003), *Regulation, productivity and growth*, Economic Policy, avril, les auteurs concluent que différentes réglementations limitant la concurrence sur les marchés des produits réduisent de façon significative la croissance de la productivité totale des facteurs au niveau des secteurs.
- 7 Pour une étude de l'évolution structurelle des marchés du travail dans la zone euro ces dix dernières années, cf. l'article intitulé *Évolution des caractéristiques structurelles des marchés du travail de la zone euro au cours de la dernière décennie* du Bulletin mensuel de janvier 2007

Tableau 1 Principales statistiques relatives au marché du travail

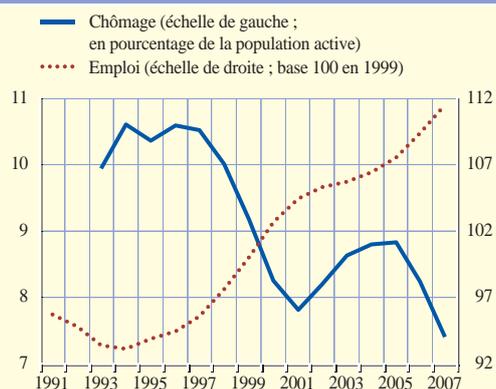
	Moyenne 1998-2007	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Croissance de l'emploi	1,70	-	2,2	2,2	1,6	0,9	1,0	0,6	2,5	2,0	2,7
Nombre total d'heures travaillées ¹⁾	0,90	-	0,0	1,9	2,5	1,2	-0,9	0,0	0,6	1,1	1,3
Taux d'emploi (des 15 ans à 64 ans)	62,50	59,1	60,3	61,4	62,0	62,4	62,7	62,8	63,9	64,8	65,5
Femmes	53,40	48,6	50,1	51,5	52,2	52,9	53,8	54,3	55,8	56,8	57,8
Hommes	71,60	69,6	70,5	71,4	71,9	71,8	71,6	71,3	71,9	72,7	73,2
Personnes âgées de 15 ans à 24 ans	36,49	34,1	35,6	37,0	37,2	37,1	36,8	36,2	36,6	37,0	37,3
Personnes âgées de 25 ans à 54 ans	76,30	73,2	74,4	75,5	76,0	76,2	76,4	76,6	77,4	78,4	79,1
Personnes âgées de 55 ans à 64 ans	37,30	33,3	33,6	34,0	34,7	36,1	37,5	38,3	40,5	41,8	43,4
Taux de chômage (des plus de 15 ans) ²⁾	8,60	10,0	9,1	8,20	7,8	8,2	8,7	8,8	8,9	8,3	7,5
Taux d'activité (des 15 ans à 64 ans)	68,70	66,6	67,2	67,6	67,5	68,1	68,8	69,2	70,1	70,6	70,8
Travail temporaire (des 15 ans à 64 ans)	15,44	14,3	14,9	15,4	15,1	14,8	14,8	15,3	16,2	16,8	16,8
Travail à temps partiel (des 15 ans à 64 ans)	17,10	15,4	15,9	16,2	16,0	16,1	16,5	17,5	18,7	19,3	19,3

Sources : Eurostat (enquête sur la population active) et calculs BCE

1) Les données se réfèrent à la zone euro à douze.

2) Moyennes des données mensuelles

Graphique 2 Emploi et chômage dans la zone euro sur la période 1991-2007



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Dans le même temps, le chômage des personnes de 15 ans à 64 ans a reculé, passant de 9,1 % en 1999 à 7,5 % en 2007, et n'avait jamais été aussi bas depuis 25 ans (cf. graphique 2). Le chômage a particulièrement reflué chez les jeunes (de 23,9 % à 16,6 %), les femmes (de 12,7 % à 9,4 %) et les travailleurs peu qualifiés (de 13,3 % à 9,9 %) ⁸.

Ces évolutions sont encourageantes, car elles indiquent que les réformes du marché du travail, l'immigration et la modération salariale contribuent à surmonter certains freins à la croissance résultant de marchés du travail rigides et sur-réglementés. Elles confirment également qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix est parfaitement compatible avec la création

Malgré ces importantes améliorations ...

d'emplois et un faible taux de chômage. Cependant, malgré ces avancées, la plupart des pays de la zone euro sont encore loin d'avoir épuisé leur potentiel d'amélioration des taux d'activité et d'emploi. Les obstacles structurels résultant d'un environnement législatif et réglementaire rigide, le niveau élevé des prélèvements sociaux sur le travail et les distorsions induites par des dispositions telles que le salaire minimum continuent d'empêcher ou de décourager beaucoup d'individus de participer activement au marché du travail, ce qui comprime le taux d'emploi et fait barrage à la décrue du chômage.

L'expérience a montré que la législation sur la protection de l'emploi et les coïns fiscaux entravent considérablement l'emploi ⁹. Au cours de la dernière décennie, les pays de la zone euro ont en moyenne renforcé les incitations à travailler, en particulier en atténuant les facteurs qui dissuadent de travailler plus longtemps et les incitations financières à partir en retraite tôt. Sur la période 2001-2006, les coïns fiscaux, qui englobent le montant de l'impôt sur le revenu acquitté plus les cotisations sociales patronales et salariales, ont diminué pour plusieurs catégories de travailleurs (cf. tableau 2). En revanche, les pays

... des obstacles au plein emploi subsistent.

⁸ Source : Eurostat (enquête sur la population active)

⁹ Cf. l'article intitulé *Évolution des caractéristiques structurelles des marchés du travail de la zone euro au cours de la dernière décennie* du *Bulletin mensuel* de janvier 2007

Tableau 2 Évolution des coïns fiscaux et de la trappe à chômage dans la zone euro sur la période 2001-2006

(en points de pourcentage)

	Niveau de 2006	Variation 2001-2006
Coïns fiscaux ¹⁾		
Revenu unique	38,2	- 0,6
Revenu unique, couple marié	32,1	- 0,3
Deux revenus	33,4	- 0,7
Trappe à chômage ²⁾	78,3	2,6
Trappe à bas salaires ³⁾	48,3	4,7

Sources : OCDE (2007), *Taxing wages 2006-2007*. Base de données d'indicateurs structurels Eurostat 2008 ; moyennes non pondérées. Données disponibles uniquement de 2001 à 2006

1) Le coïn fiscal englobe l'impôt sur le revenu plus les cotisations sociales patronales et salariales moins les avantages en numéraire, en pourcentage des coûts de main-d'œuvre. Les chiffres correspondent à une personne seule sans enfant percevant 67 % du revenu salarié moyen, à un couple marié avec deux enfants âgés de 4 ans et 6 ans percevant un seul revenu égal à 100 % du revenu salarié moyen et à un couple marié avec deux enfants percevant deux revenus égaux l'un à 100 % et l'autre à 33 % du revenu salarié moyen.

2) La « trappe à chômage » est définie comme le pourcentage des revenus bruts annulé par la hausse des impôts et des cotisations sociales à verser, ainsi que par la réduction des prestations perçues, lorsqu'un chômeur prend un emploi. Il est mesuré ici pour une personne seule sans enfant percevant 67 % des revenus moyens d'un travailleur à temps plein employé dans l'industrie manufacturière.

3) La « trappe à bas salaires » est définie comme le pourcentage des revenus bruts annulé par la hausse des impôts à payer et par la réduction des prestations perçues lors de l'acceptation d'un emploi mieux rémunéré. Il est mesuré ici pour une personne seule sans enfant, passant de 33 % à 67 % des revenus moyens d'un travailleur affecté à la production.

L'allègement des charges sociales favorise l'emploi...

de la zone euro ont en moyenne moins bien réussi à renforcer les incitations à accepter un emploi pour les chômeurs.

À cet égard, les taux de remplacement nets ¹⁰ se sont accrus entre 2001 et 2005. Dans le même temps, l'indicateur de ce que l'on appelle la « trappe à chômage », qui mesure le niveau de la fiscalité qui s'applique et des transferts sociaux qui prennent fin lorsqu'un chômeur accepte un emploi, a également fortement augmenté, pour s'établir à 78,3 % du revenu brut en 2006 (pour de plus amples détails, cf. tableau 2). De nouvelles réformes de l'impôt sur le revenu et des systèmes de prestations pourraient renforcer l'incitation à travailler. En atténuant les facteurs qui découragent le travail, tels que des taux d'imposition marginaux et des indemnités de chômage élevés, et en encourageant les individus à travailler plus longtemps, il est possible de stimuler l'offre de travail et l'emploi de tous les travailleurs et, en particulier, de ceux qui sont généralement moins bien intégrés au marché du travail, comme les femmes, les jeunes et les seniors.

...mais il reste des progrès à faire.

Globalement, malgré les progrès accomplis pendant la dernière décennie, nombre de pays de la zone euro ont encore un long chemin à parcourir afin de mettre en œuvre les réformes qui leur permettront d'aligner leurs taux de chômage sur ceux des pays les plus performants. La zone euro est loin d'avoir épuisé le potentiel de croissance d'une utilisation plus intensive de la main-d'œuvre dans le processus de production. Dans beaucoup de pays, le marché reste caractérisé par le dualisme « *insider-outsider* » : des obstacles structurels, d'ordre législatif ou réglementaire, le niveau élevé des prélèvements sociaux et les rigidités découlant de la réglementation salariale empêchent certaines catégories de participer activement au marché du travail.

La flexibilité des salaires et une concurrence prudente sur le marché favorisent la création d'emplois.

Une grande flexibilité permettrait aux marchés du travail de chaque pays de s'adapter aux chocs économiques et faciliterait une allocation efficiente de la main-d'œuvre et d'autres ressources. Une différenciation suffisante des salaires améliorerait les opportunités d'emploi pour les travailleurs moins qualifiés, mais aussi dans les régions ou les secteurs frappés par un taux de chômage élevé. De plus, l'expérience a montré que les marchés du travail et des produits peuvent exercer chacun des influences bénéfiques sur l'autre : une déréglementation des marchés du travail peut accélérer la croissance de l'emploi, surtout lorsque les marchés des produits sont plus compétitifs, et inversement ¹¹. Cette considération conduit à la deuxième condition préalable à l'augmentation de la croissance potentielle dans la zone euro : des marchés des produits opérationnels et efficaces.

CONCURRENCE ET INNOVATION SUR LES MARCHÉS DES PRODUITS

L'intégration économique avance.

Au sein de l'Union européenne, la concurrence et l'intégration économique ont réalisé des avancées au cours des deux dernières décennies. Le Marché unique, en particulier, s'est traduit par des bienfaits importants pour l'économie de l'UE. Selon une estimation de la Commission européenne, le Marché unique a créé 2,75 millions d'emplois et entraîné une augmentation du bien-être correspondant à environ 500 euros par personne en 2006, soit une hausse de 2,15 % du PIB de l'UE sur la période 1992-2006 ¹².

Avancées de la concurrence, de la déréglementation et de la libéralisation

L'intensification de la concurrence sur le marché des produits, au niveau de l'UE et dans les pays, se traduit par des structures de production plus efficaces. La littérature empirique estime de manière

¹⁰ Le taux de remplacement net mesure le niveau des prestations sociales (indemnités de chômage, aide sociale et allocations familiales et de logement), nettes d'impôts, en proportion du revenu net du travail que le travailleur ou le ménage percevait avant la cessation d'emploi.

¹¹ Cf. par exemple H. Berger et S. Danninger (2007), *The employment effects of labor and product market deregulation and their implications for structural reform*, Document de travail du FMI vol. 54, n° 3

¹² Cf. Commission européenne, *The single market: review of achievements*, novembre 2007

générale que la concurrence sur les marchés explique, en grande partie, la productivité du travail et l'évolution des prix relatifs. La déréglementation et la libéralisation contribuent à l'augmentation des niveaux et des taux de croissance de la productivité du travail¹³. Ainsi, le secteur des télécommunications illustre bien les avantages d'une ouverture des activités de réseau à la concurrence. Dans ce secteur, la productivité horaire du travail a connu une nette accélération, passant de 4,5 % à 7,3 % entre 1980-1995 et 1995-2005, et les tarifs pratiqués par les anciens monopoles pour les appels nationaux et internationaux ont reculé en moyenne de plus de 40 % en Europe entre 2000 et 2006. Ce repli a donné un coup de pouce au pouvoir d'achat des consommateurs, qui peuvent désormais consacrer une part accrue de leur revenu disponible à l'acquisition d'autres biens et services.

Cependant, il reste encore un long chemin à parcourir, en particulier sur certains segments des services marchands, qui représentent environ 70 % de la valeur ajoutée totale en termes nominaux et de l'emploi dans la zone euro¹⁴. L'instauration d'un marché intérieur de l'UE plus vaste et plus profond reste évidemment la priorité pour la concrétisation d'une concurrence efficace sur le marché de l'énergie et pour la mise en œuvre de la Directive sur les services¹⁵. Au vu de la place croissante qu'occupent les services dans l'économie, l'amélioration du niveau de vie dans les pays européens passera probablement dans une large mesure par une forte concurrence et des gains de productivité importants dans ce secteur.

Si l'on veut exploiter pleinement ce potentiel de productivité, il convient d'accompagner les réformes de mesures de soutien à l'innovation et au progrès technologique. Il s'agit en effet de libérer le potentiel d'activité en créant un environnement économique propice à l'esprit d'entreprise, de soutenir l'innovation par l'augmentation des investissements dans la recherche et développement (R&D) et d'améliorer le capital humain.

Dans un environnement favorable à l'esprit d'entreprise, la réglementation est moins pesante et plus efficace. Elle permet en particulier aux petites et moyennes entreprises de se développer, dans leur pays et à l'international, et des actions positives facilitent leur accès au financement. L'Europe reste à la traîne dans ce domaine. Par exemple, le financement par capital-risque n'y représente qu'une fraction de son poids relatif aux États-Unis. Il importe également d'encourager l'investissement dans la R&D, qui représentait 1,9 % du PIB de la zone euro en 2005, contre 2,7 % aux États-Unis.

Outre les réformes structurelles, un bon fonctionnement de l'UEM nécessite aussi des politiques budgétaires axées sur la stabilité, auxquelles est consacrée la section suivante.

4.2 POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Cette section rappelle à quel point il importe que les finances publiques soient saines. Elle décrit également l'évolution des politiques budgétaires avant et pendant la phase III de l'UEM, la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance, ainsi que les difficultés budgétaires à moyen et long termes (cf. le chapitre 2 pour une description détaillée du cadre institutionnel de la politique budgétaire au sein de l'UEM).

13 Cf. P. Conway, D. De Rosa, G. Nicoletti et F. Steiner (2006), *Regulation, competition and productivity convergence*, document de travail n°509 du département des Affaires économiques de l'OCDE, ainsi que les références bibliographiques qui y sont citées

14 Pour une analyse détaillée du degré de concurrence dans le secteur des services dans la zone euro et de ses effets sur la productivité de la main-d'œuvre et les prix, cf. l'article intitulé *Concurrence et performances économiques au sein du secteur des services de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de mai 2007

15 La Directive sur les services dans le marché intérieur, qui vise à renforcer la liberté d'établissement des entreprises de l'UE dans les autres États membres et la libre prestation des services, a été adoptée par le Parlement européen et le Conseil en décembre 2006. Les États membres ont désormais jusqu'à la fin 2009 pour la transposer dans leur droit national.

L'ouverture des services
à la concurrence
reste primordiale.

Une politique budgétaire privilégiant la stabilité est essentielle pour l'UEM.

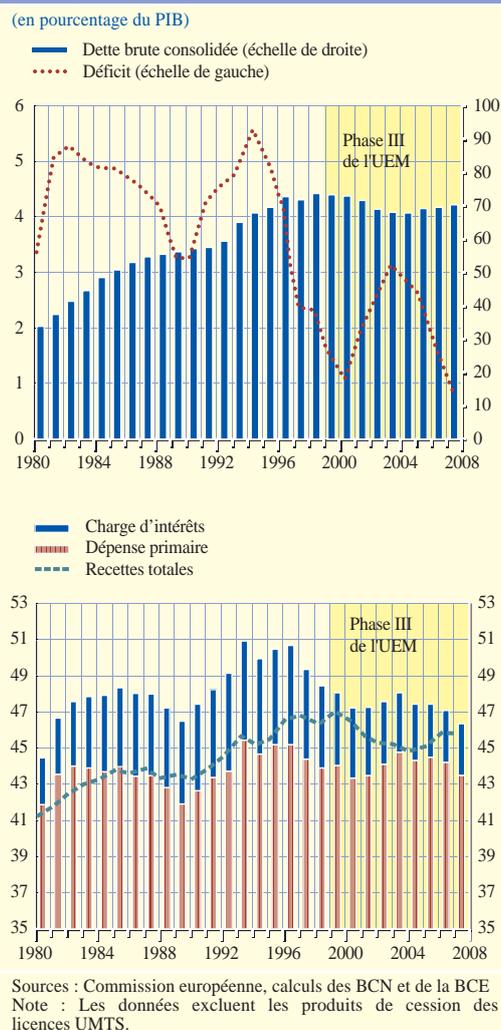
La politique budgétaire peut avoir un effet significatif sur la croissance économique et les tensions inflationnistes *via* le niveau et la composition des recettes et des dépenses publiques, mais aussi *via* les déficits et la dette publics¹⁶. Des déficits élevés peuvent entraîner des tensions sur la demande et l'inflation et contraindre les autorités monétaires à maintenir les taux courts à un niveau supérieur à celui qui serait normalement nécessaire. La politique budgétaire peut également ébranler la confiance dans la politique monétaire axée sur la stabilité si les agents privés tablent sur le fait que la banque centrale finira par accommoder des déficits publics excessifs. Le bon fonctionnement d'une union monétaire, qui évite les disparités entre les pays, ainsi qu'une croissance durable requièrent donc une politique budgétaire saine et viable (cf. section 4.3).

L'UE a adopté plusieurs dispositifs institutionnels afin de favoriser l'adoption de politiques budgétaires nationales appropriées aux objectifs à moyen terme, ainsi que l'équilibre des finances publiques au sein de l'UEM. En particulier, le traité sur l'Union européenne contraint les États membres qui adoptent l'euro à éviter les déficits publics excessifs. Il fixe les valeurs de référence à 3 % du PIB pour le déficit budgétaire général et à 60 % du PIB pour la dette publique. De plus, le Pacte de stabilité et de croissance adopté en 1997 et révisé en 2005 fait obligation aux États membres de l'UE d'adhérer « à l'objectif qui consiste à parvenir à une situation budgétaire saine proche de l'équilibre ou excédentaire » à moyen terme. Les pays dans cette situation disposeront d'une marge de manœuvre permettant le libre jeu des stabilisateurs budgétaires automatiques sans que leur déficit ne franchisse le plafond des 3 %, ce qui atténuera les effets du cycle conjoncturel et contribuera à la bonne marche de l'UEM¹⁷.

ÉVOLUTION DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES DANS LA ZONE EURO AVANT ET PENDANT LA PHASE III DE L'UEM

Pendant les décennies qui ont précédé l'avènement de l'UEM, la politique budgétaire de nombreux pays européens se caractérisait par des taux insoutenables de progression des dépenses, un alourdissement du fardeau fiscal et une accumulation continue de la dette publique. Pendant les années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, la zone euro affichait un déficit public global avoisinant en moyenne 4 %-5 % du PIB et un ratio dette publique/PIB qui est passé de 40 % à environ 70 % (cf. graphique 3 et tableau 3). Depuis cette période, la situation budgétaire globale de la zone euro s'est nettement redressée.

Graphique 3 Évolution de la situation budgétaire des administrations publiques de la zone euro sur la période 1980-2007



La situation budgétaire s'est améliorée...

16 Cf. l'article intitulé *Les incidences de la politique budgétaire sur la stabilité macroéconomique et les prix* du *Bulletin mensuel* d'avril 2004
17 Cf. l'article intitulé *L'UEM et la conduite des politiques budgétaires* du *Bulletin mensuel* de janvier 2004

Tableau 3 Soldes budgétaires des administrations publiques des pays de la zone euro sur la période 1990-2007

(en pourcentage du PIB)

	1990-1998	1999-2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Belgique	- 5,0	- 0,2	- 0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	- 2,3	0,3	- 0,2
Allemagne	-	- 2,4	- 1,5	- 1,1	- 2,8	- 3,7	- 4,0	- 3,8	- 3,4	- 1,6	0,0
Irlande	-	1,6	2,7	4,7	0,9	- 0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3
Grèce	-	- 4,5	- 3,4	- 3,7	- 4,9	- 4,7	- 5,6	- 7,4	- 5,1	- 2,6	- 2,8
Espagne	-	0,1	- 1,4	- 1,1	- 0,6	- 0,5	- 0,2	- 0,3	1,0	1,8	2,2
France	-	- 2,6	- 1,8	- 1,5	- 1,6	- 3,2	- 4,1	- 3,6	- 2,9	- 2,4	- 2,7
Italie	-	- 2,9	- 1,7	- 2,0	- 3,1	- 2,9	- 3,5	- 3,5	- 4,2	- 3,4	- 1,9
Chypre	-	- 2,7	- 4,3	- 2,3	- 2,2	- 4,4	- 6,5	- 4,4	- 2,4	- 1,2	3,3
Luxembourg	-	2,3	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	- 1,2	- 0,1	1,3	2,9
Malte	-	- 5,3	- 7,7	- 6,2	- 6,4	- 5,5	- 9,8	- 4,6	- 3,2	- 2,5	- 1,8
Pays-Bas	- 3,0	- 0,5	0,4	1,3	- 0,2	- 2,0	- 3,1	- 1,7	- 0,3	0,5	0,4
Autriche	-	- 1,5	- 2,2	- 2,1	0,0	- 0,6	- 1,4	- 3,7	- 1,5	- 1,5	- 0,5
Portugal	-	- 3,6	- 2,8	- 3,2	- 4,3	- 2,9	- 2,9	- 3,4	- 6,1	- 3,9	- 2,6
Slovénie	-	- 2,4	- 3,1	- 3,8	- 4,5	- 2,5	- 2,7	- 2,3	- 1,5	- 1,2	- 0,1
Finlande	-	3,9	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3
Zone euro	-	- 1,9	- 1,4	- 1,0	- 1,9	- 2,5	- 3,1	- 2,9	- 2,5	- 1,3	- 0,6

Sources : Commission européenne, calculs des BCN et de la BCE

Notes : Les chiffres des périodes 1990-1998 et 1999-2007 sont des moyennes annuelles. Les données de l'Allemagne pour 1990 se réfèrent à l'Allemagne de l'Ouest. Les données excluent les produits de cession des licences UMTS.

En prélude à la phase III de l'UEM, les emprunts publics ont notablement reculé et, en 2000, le déficit (net des produits de cession des licences UMTS) avait atteint un plancher, à 1 % du PIB. Ce ratio est ensuite remonté à 3,1 % du PIB en 2003, avant de redescendre à 0,6 % en 2007, son niveau le plus bas depuis le début des années soixante-dix.

Cette dégrue du ratio du déficit public ces dernières années s'explique en grande partie par un recul significatif des taux d'intérêt, et donc du fardeau de la charge d'intérêts, qui est passé d'environ 5,5 % du PIB au début des années quatre-vingt-dix à légèrement moins de 3 % depuis 2005. De plus, il est difficile de déterminer la contribution respective des recettes publiques et des dépenses primaires à cet assainissement, en raison de la réactivité de ces variables à l'évolution de la conjoncture. Si l'on s'intéresse aux tendances historiques, on observe que le ratio des dépenses publiques primaires sur le PIB dans la zone euro est resté globalement constant depuis le milieu des années quatre-vingt, tandis que le ratio des recettes sur le PIB a enregistré une hausse structurelle avant la phase III de l'UEM. Depuis 1999, les ratios des recettes publiques et des dépenses primaires sur le PIB fluctuent autour de niveaux élevés, mais globalement constants, ce qui laisse à penser que la tendance à la hausse incessante de ces ratios observée pendant les décennies précédentes a pris fin.

L'amélioration de la situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble au cours des deux dernières décennies traduit un degré de convergence non négligeable, dans le sens d'un assainissement des finances publiques des pays de cette zone. Les déficits très lourds enregistrés par certains de ces pays dans les années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix semblent avoir été largement résorbés. Dans les pays très endettés, la charge des intérêts s'allège considérablement, sous l'effet d'une baisse importante des taux d'intérêt aujourd'hui servis sur l'encours de la dette publique. On peut y voir, dans une large mesure, l'influence bénéfique de l'élimination du risque de change et du passage à une politique macroéconomique privilégiant la stabilité au sein de l'UEM¹⁸. Cette hypothèse suppose toutefois une moindre amélioration des chiffres du déficit primaire. De plus, l'amélioration n'est que limitée pour les ratios dette publique/PIB et, dans certains pays de la zone euro, le ratio de la dette dépassait toujours la valeur de référence de 60 % du PIB en 2007 (cf. tableau 4), ce qui est préoccupant.

... dans une large mesure
grâce au reflux
de la charge d'intérêt.

Certains pays doivent
encore abaisser leur ratio
endettement-PIB.

18 Cf. l'article intitulé *Politiques budgétaires et marchés des capitaux* du *Bulletin mensuel* de février 2006

Tableau 4 Situation budgétaire des administrations publiques de la zone euro sur la période 1990-2007

(en pourcentage du PIB)

	Dette				Dépense primaire				Charge d'intérêts			
	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007
Belgique	127,0	98,8	117,1	84,6	42,9	44,4	43,0	44,9	9,6	5,4	7,4	3,9
Allemagne	nd	63,3	60,3	65,0	nd	44,1	44,7	41,1	nd	2,9	3,4	2,8
Irlande	nd	32,4	54,0	25,5	nd	32,4	31,1	35,4	5,8	1,4	3,3	0,9
Grèce	nd	100,5	105,8	94,5	nd	39,6	41,0	39,4	nd	5,5	8,5	3,9
Espagne	nd	49,3	64,1	36,2	nd	36,4	36,9	37,2	4,5	2,4	4,2	1,6
France	48,7	61,5	59,4	64,2	49,8	49,8	49,4	50,0	3,2	2,8	3,3	2,6
Italie	nd	106,9	114,9	104,0	nd	42,7	41,3	43,8	nd	5,4	7,9	4,7
Chypre	nd	64,0	58,4	59,8	nd	37,9	33,7	40,0	3,1	3,3	3,1	3,1
Luxembourg	nd	6,4	7,4	6,8	nd	39,6	40,6	37,3	nd	0,2	0,4	0,2
Malte	nd	63,8	53,4	62,6	nd	40,4	39,8	39,3	2,6	3,5	3,2	3,3
Pays-Bas	74,6	51,8	65,7	45,4	46,7	43,0	42,0	43,8	5,6	2,8	4,7	2,2
Autriche	nd	64,1	64,3	59,1	nd	47,7	50,0	45,6	nd	3,0	3,5	2,6
Portugal	56,5	57,5	52,1	63,6	nd	42,4	39,5	42,9	nd	2,8	3,3	2,9
Slovénie	nd	26,8	23,1	24,1	nd	44,6	44,1	41,9	2,3	1,9	2,3	1,4
Finlande	nd	41,9	48,2	35,4	nd	47,2	49,0	46,1	nd	2,0	3,5	1,4
Zone euro	nd	69,0	72,8	66,4	nd	44,0	44,0	43,3	nd	3,4	4,6	3,0

Sources : Commission européenne, calculs des BCN et de la BCE

Notes : Les données excluent les produits de cession des licences UMTS. Les données relatives à l'Allemagne pour 1990 se réfèrent à l'Allemagne de l'Ouest. nd = non disponible

MISE EN ŒUVRE DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

Les règles budgétaires de l'UEM se heurtent à des difficultés.

La mise en œuvre du cadre de surveillance budgétaire de l'UEM s'est heurtée à plusieurs obstacles liés à l'évolution de la situation budgétaire des pays de la zone euro depuis 1999. Si plusieurs États membres sont parvenus à atteindre et/ou à maintenir une « situation budgétaire saine proche de l'équilibre ou excédentaire » telle que préconisée par le « volet préventif » du Pacte de stabilité et de croissance (à savoir les procédures destinées à empêcher l'apparition de déficits excessifs), ce n'est pas le cas de tous. Certains manquent régulièrement les objectifs budgétaires à moyen terme fixés dans les programmes de stabilité annuels, car ils se fondent sur des hypothèses macroéconomiques et budgétaires qui pèchent par optimisme, négligent les efforts d'assainissement et se traduisent par des dépassements de dépenses, en partie en raison de l'absence de la volonté politique de respecter les engagements.

Par conséquent, pendant le ralentissement économique de 2001-2003, plusieurs pays (Allemagne, Grèce, France, Italie, Pays-Bas et Portugal) ont vu leur déficit atteindre ou dépasser les 3 % du PIB (cf. tableau 3). Dans ce contexte, les avis ont été partagés concernant la mise en œuvre du « volet correctif » du Pacte (à savoir les procédures destinées à obtenir une correction rapide des déficits excessifs). Finalement, en novembre 2003, le conseil Ecofin a décidé de suspendre les procédures pour déficit excessif engagées à l'encontre de l'Allemagne et de la France. Les débats qui ont suivi ont débouché sur une réforme du Pacte, qui a été achevée au printemps 2005 (cf. chapitre 2).

La mise en œuvre pourrait globalement être améliorée.

Depuis 2005, une embellie économique et l'essor des recettes publiques facilitent l'application de la nouvelle version du Pacte de stabilité et de croissance. Tous les pays de la zone euro ont donc pu ramener leur déficit budgétaire à 3 % du PIB ou à un niveau inférieur. Cependant, tous les pays n'ont pas profité de la même façon de cette « période faste » pour accélérer l'assainissement de leurs finances publiques. Ainsi, alors que l'Allemagne a utilisé son surcroît de recettes fiscales pour équilibrer son budget 2007, la France et l'Italie ont préféré augmenter les dépenses ou abaisser les impôts. Ces dernières conservent donc un déficit relativement proche des 3 % du PIB, ce qui leur laisse peu ou pas de marge de manœuvre en cas de repli conjoncturel. Globalement, on peut donc affirmer que la mise en œuvre du Pacte, y compris dans sa version révisée, est un succès mitigé, et que le véritable test reste à venir.

Le vieillissement
de la population est
particulièrement
préoccupant.

DIFFICULTÉS BUDGÉTAIRES À MOYEN ET LONG TERMES

Étant donné les difficultés supplémentaires que va poser le vieillissement démographique, le fait que nombre de pays de la zone euro n'aient pas réussi à assainir leur situation budgétaire plus rapidement, qu'ils n'aient pas préservé leur équilibre ou n'aient pas réduit leur ratio d'endettement est particulièrement préoccupant. Selon les estimations les plus récentes de la Commission européenne et du Comité de politique économique de l'UE, les dépenses publiques consacrées aux retraites, à la santé et aux soins de longue durée devraient en effet augmenter de 4,7 % du PIB entre 2004 et 2050 pour la zone euro dans son ensemble, et les estimations dépassent largement ce niveau pour certains pays¹⁹. Seule une proportion relativement modeste de ce surcroît de dépenses devrait être compensée par un abaissement des dépenses consacrées aux prestations chômage et à l'éducation. Selon des estimations plus récentes émanant de l'OCDE, le fardeau budgétaire représenté par le vieillissement de la population pourrait se révéler encore plus lourd que prévu, en particulier dans le domaine de la santé et des soins de longue durée (cf. tableau 5)²⁰. Dans la plupart des cas, l'assainissement des finances publiques ne suffit pas à relever de tels défis, et de nouvelles réformes systémiques et/ou paramétriques, notamment des systèmes de retraite, seront également nécessaires²¹.

Au-delà de ces aspects, l'amélioration de la qualité des finances publiques en vue de promouvoir la croissance économique demeure un enjeu primordial pour les pays de la zone euro. Les réformes de la fiscalité et des systèmes de prestations peuvent stimuler l'emploi et la productivité. De plus, en donnant la priorité à l'efficacité des dépenses publiques, on pourrait dégager un volant de manœuvre permettant d'alléger la fiscalité, qui reste lourde dans de nombreux États membres²².

19 Cf. Commission européenne (2006), *The long-term sustainability of public finances in the European Union*, European Economy n° 4

20 Cf. *Perspectives économiques de l'OCDE*, juin 2007

21 Cf. l'article intitulé *Évolutions démographiques dans la zone euro : projections et conséquences* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2006. Cf. également A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger et T. Westermann, *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, Étude n° 51 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques

22 Cf. l'article intitulé *Importance de la réforme des dépenses publiques pour la croissance et la stabilité économiques* du *Bulletin mensuel* d'avril 2006

Tableau 5 Variations projetées d'une sélection de ratios de dépenses/PIB résultant du vieillissement démographique entre 2004 et 2050¹⁾

	Retraites (1)		Santé (2)		Soins de longue durée (3)		Total (1+2+3)	
	CE/CPE	OCDE	CE/CPE	OCDE	CE/CPE	OCDE	CE/CPE	OCDE
Belgique	5,1	5,1	1,4	3,3	0,9	1,9	7,4	10,3
Allemagne	1,7	2,0	1,2	3,6	1,0	1,9	3,9	7,5
Irlande	6,4	6,5	2,0	4,0	0,6	3,8	9,0	14,3
Grèce	–	3,9	1,7	3,9	–	2,7	1,7	10,5
Espagne	7,1	7,0	2,2	4,1	0,5	2,4	9,8	13,5
France	2,0	2,1	1,8	3,5	0,2	1,7	4,0	7,3
Italie	0,4	0,4	1,3	3,8	0,7	2,9	2,4	7,1
Chypre	12,9	nd	1,1	nd	nd	nd	14,0	nd
Luxembourg	7,4	7,4	1,2	1,4	0,6	3,1	9,2	11,9
Malte	- 0,4	nd	1,8	nd	0,2	nd	1,6	nd
Pays-Bas	3,5	3,8	1,3	3,8	0,6	2,0	5,4	9,6
Autriche	- 1,2	- 1,0	1,6	3,8	0,9	2,0	1,3	4,8
Portugal	9,7	9,3	0,5	4,2	0,4	2,0	10,6	15,5
Slovénie	7,3	nd	1,6	nd	1,2	nd	10,1	nd
Finlande	3,1	3,3	1,4	3,6	1,8	2,4	6,3	9,3
Zone euro²⁾	2,6	3,0	1,5	3,7	0,6	2,2	4,7	8,9

Sources : Comité de politique économique (CPE), groupe de travail sur le vieillissement, janvier 2006 et *Perspectives économiques de l'OCDE* (2007)

Note : nd = non disponible.

1) De légères diminutions des dépenses peuvent être attendues, en raison de la baisse des dépenses liées à l'éducation et au chômage.

2) Non compris Grèce, Chypre, Malte et Slovénie

Des politiques budgétaires axées sur la stabilité constituent donc un préalable à la croissance économique durable et au bon fonctionnement de l'Union monétaire et permettraient aussi d'éviter des écarts inutiles entre les pays. La section suivante présente quelques faits stylisés sur les différentiels de croissance de la production en volume et d'inflation entre les pays.

4.3 DIFFÉRENTIELS ENTRE LES PAYS

Certains différentiels macroéconomiques sont naturels dans une union monétaire.

Les évolutions macroéconomiques qu'a connues la zone euro dans son ensemble, également exposées à la section 4.1, masquent une grande diversité entre les pays. Cette section décrit cette diversité, tout d'abord sur le plan des différentiels de PIB en volume, puis de l'évolution des prix et des coûts entre les pays de la zone euro ²³.

Comme dans toute union monétaire, certains différentiels de croissance de la production en volume et d'inflation dans la zone euro sont naturels. C'est, par exemple, le cas de ceux qui sont liés aux effets de rattrapage qui se manifestent lorsqu'un pays regagne le niveau de revenu des pays qui sont plus développés que lui au sein de l'union. D'autres différentiels peuvent, en revanche, poser des difficultés s'ils persistent. Ainsi, ces différences peuvent traduire une politique nationale inadéquate, des rigidités structurelles ou un mauvais fonctionnement des mécanismes d'ajustement dans tel ou tel pays, auxquels les autorités nationales doivent remédier. On doit résorber les différentiels qui sont dus à des échanges transfrontières et une intégration insuffisants par une mise en œuvre complète du Marché unique. Pour éviter qu'un pays ou qu'une région de la zone euro, après avoir subi un choc qui lui est spécifique, n'entre dans une période prolongée d'atonie de la croissance et de chômage élevé ou dans un long épisode de surchauffe, il doit exister des mécanismes d'ajustement efficaces. La politique monétaire unique de la BCE ne peut pas résorber d'elle-même les différentiels de croissance et d'inflation, mais elle contribue au bon fonctionnement de l'UEM en préservant la stabilité des prix dans toute la zone euro.

ÉVOLUTION DU PIB EN VOLUME DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO

Les écarts de croissance de la production sont modérés dans la zone euro.

Les écarts de croissance de la production entre les pays de la zone euro sont actuellement modérés par comparaison avec leurs niveaux historiques et avec les autres grandes zones monétaires.

Comme le montre le graphique 4, mesurée par l'écart type non pondéré, la dispersion des taux de croissance du PIB en volume parmi les douze pays constituant la zone euro en 2001 oscille autour de 2 points de pourcentage et n'a pas affiché de tendance manifeste à la hausse ou la baisse sur les trente-cinq dernières années.

Le degré actuel de dispersion de la croissance de la production au sein de la zone euro ne diffère pas nettement de celui observé entre régions ou États aux États-Unis (cf. graphique 4) ²⁴.

Ils sont persistants...

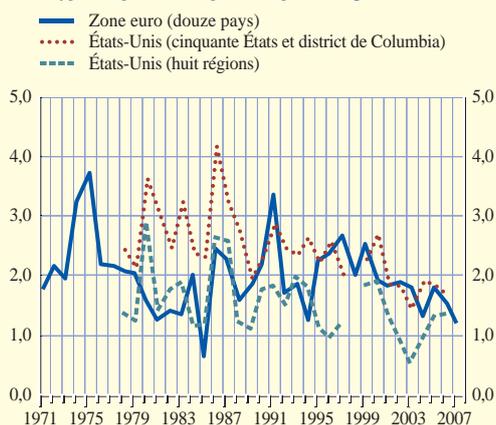
Dans certains pays, les taux de croissance sont restés supérieurs à la moyenne de la zone euro depuis le début des années quatre-vingt-dix (cf. tableau 6). Plus généralement, les écarts de croissance du PIB en volume entre les économies de cette zone traduisent, en grande partie, des différences durables en tendance et, dans une moindre proportion, des décalages cycliques. Il semble en revanche que les cycles d'activité soient davantage synchrones.

23 Cf. l'article intitulé *Différentiels de croissance au sein de la zone euro : sources et implications* du *Bulletin mensuel* d'avril 2007

24 Pour une analyse détaillée des éléments témoignant de ces écarts, cf. N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi et N. Vidalis, *Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts*, Étude n° 45 dans la série des études de la BCE concernant les sujets spécifiques, 2006

Graphique 4 Dispersion des taux de croissance du PIB en volume dans les pays de la zone euro et dans les régions/États des États-Unis

(écart type non pondéré, en points de pourcentage)



Sources : Commission européenne et bureau américain d'Analyse économique
Note : Les deux séries américaines comportent une rupture entre 1997 et 1999 (données non disponibles pour 1998).

Tableau 6 Taux de croissance du PIB en volume dans les pays de la zone euro

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Zone euro	2,3	2,0	2,2
Belgique	2,2	3,4	2,3
Allemagne	2,0	2,3	1,5
Irlande	3,1	6,7	6,4
Espagne	2,7	2,5	3,8
Grèce	0,8	1,7	4,1
France	2,5	1,7	2,1
Italie	2,6	1,4	1,4
Chypre	-	4,5	3,7
Luxembourg	4,6	4,4	5,2
Malte	-	4,8	2,4
Pays-Bas	1,7	3,0	2,3
Autriche	2,0	2,5	2,3
Portugal	3,4	2,8	1,7
Slovénie	-	1,4	4,4
Finlande	3,6	1,3	3,4

Sources : Eurostat et Commission européenne
Note : les données de 2007 sont des estimations de la Commission européenne (prévisions de l'automne 2007).

Ces écarts persistants de croissance de la production dans la zone euro peuvent être liés aux politiques structurelles (et notamment aux institutions), aux disparités de l'évolution des facteurs d'offre et des processus de convergence, ainsi qu'à la conjonction de chocs nationaux et du jeu des mécanismes d'ajustement.

Ils peuvent aussi refléter un long rattrapage dans les pays à revenu inférieur. Parmi les pays membres de la zone euro à faible revenu dans les années quatre-vingt, l'Espagne, la Grèce et l'Irlande ont, entre-temps, accompli des progrès considérables, alors que, depuis le passage à l'euro, le Portugal affiche un PIB par habitant en baisse par rapport à l'ensemble de la zone euro. L'Irlande avait déjà rejoint la moyenne de la zone euro à la fin des années quatre-vingt-dix, et l'a même nettement dépassée ces dernières années.

La persistance de ces écarts de croissance pourrait s'expliquer, dans une certaine mesure, par l'impact prolongé des chocs économiques et des politiques structurelles. Il existe peu d'éléments montrant que l'un des grands chocs communs de ces dernières années ait pu largement contribuer à ce maintien des écarts de croissance du PIB en volume. En revanche, la littérature empirique indique que des chocs et des changements de cap spécifiques à tel ou tel pays, tels que des mesures budgétaires ou des réformes structurelles, participent davantage, depuis quelques années, à ces différentiels et qu'ils peuvent avoir des effets très durables²⁵.

La lenteur des ajustements peut accentuer les écarts de croissance qui résultent des chocs spécifiques à un pays. Dans une union monétaire comme la zone euro, avec une monnaie et une politique monétaire uniques, le principal mécanisme d'ajustement (en l'absence de forte mobilité de la main-d'œuvre et de transferts budgétaires entre pays) est le commerce transfrontière ou la compétitivité²⁶. Le partage du risque constitue un facteur supplémentaire, de nature quelque peu différente²⁷. D'après les éléments dont

... notamment en raison du rattrapage et des rigidités de l'ajustement...

... mais également de l'incidence des politiques budgétaires et structurelles.

25 Cet aspect a été récemment analysé par D. Giannone et L. Reichlin, *Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?*, document de travail de la BCE n° 595, 2006, ainsi que par A. Buisán et F. Restoy, *Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU*, Étude n° 0504 du Banco de España dans la série des études concernant des sujets spécifiques, 2005

26 Le canal de la compétitivité fonctionne de la manière suivante : après un choc sur les salaires, ou un choc qui porte la production d'un pays à un niveau supérieur à son potentiel, les tensions inflationnistes intérieures, qui s'exercent sur les salaires et sur d'autres coûts, engendrent une dégradation de la compétitivité externe. Il en découle une compression progressive de la demande étrangère pour les exportations du pays, ce qui ramène généralement la production à son niveau potentiel et atténue les tensions inflationnistes.

27 Ce mécanisme suppose que la consommation ne suit pas forcément l'évolution de la production, car les consommateurs peuvent emprunter à l'étranger.

on dispose, la compétitivité n'exerce ses effets qu'à l'issue d'une période relativement longue dans la zone euro, étant donné les rigidités structurelles et l'inachèvement du Marché unique. En réaction à des chocs asymétriques, les écarts de prix et d'inflation, ainsi que la hausse du chômage régional, sont plus marqués que si l'intégration économique et la concurrence internationale étaient plus poussées.

ÉCARTS D'INFLATION ET DE CROISSANCE DES COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE

Dans la zone euro, la convergence réelle s'accompagne d'une dispersion moindre de l'inflation et des coûts de main-d'œuvre. Les écarts d'inflation entre pays s'y amenuisent et sont actuellement analogues à ceux observés aux États-Unis. La dispersion de l'inflation peut être imputable à des ajustements d'équilibre et à la convergence des niveaux de prix. Cependant, elle pourrait également s'expliquer par des rigidités structurelles et un relèvement excessif des salaires et, si elle se prolonge, entraîner des pertes de compétitivité, avec des répercussions délétères sur la production et l'emploi.

Dans le groupe des douze pays qui formaient la zone euro en 2001, la dispersion de l'inflation tend fortement à diminuer depuis les années quatre-vingt-dix et s'est stabilisée à partir de 1998 (cf. graphique 5).

Le graphique 5 présente une comparaison avec les États-Unis, union monétaire ancienne, et montre que, depuis 2004, la dispersion des taux d'inflation entre les quatorze zones statistiques urbaines (*metropolitan statistical areas* – MSA) de ce pays oscille autour d'un niveau proche de celui observé pour la zone euro²⁸.

28 Ces quatorze MSA sont New York, Philadelphie, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco et Seattle.

Décroissance globale de l'inflation dans la zone euro

Faibles écarts d'inflation

Graphique 5 Dispersion du taux d'inflation annuel dans les pays de la zone euro et dans les quatorze zones statistiques urbaines (*metropolitan statistical areas*, MSA) des États-Unis depuis 1990

(écart type non pondéré, en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE s'appuyant sur Eurostat et le bureau américain de Statistiques du travail

Tableau 7 Taux d'inflation mesurés par l'IPC/IPCH dans les pays de la zone euro

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Zone euro	7,6	3,0	2,1
Belgique	4,9	2,1	2,0
Allemagne	2,9	2,2	1,6
Irlande	9,3	2,5	3,4
Grèce	19,5	11,8	3,2
Espagne	10,2	4,4	3,1
France	7,4	2,1	1,8
Italie	11,2	4,4	2,3
Chypre	-	-	2,6
Luxembourg	4,8	2,4	2,7
Malte	-	-	2,3
Pays-Bas	2,9	2,2	2,4
Autriche	3,8	2,4	1,7
Portugal	17,7	6,1	2,9
Slovénie	-	-	5,5
Finlande	7,3	2,5	1,6

Source : BCE

Notes : Les données relatives à l'inflation se réfèrent à l'IPCH dès qu'il est disponible, et à l'IPC auparavant. Pour la Slovénie, les données sont disponibles à partir de 1996, et pour Chypre et Malte à partir de 1997. La ligne « Zone euro » reflète la modification de la composition de la zone euro.

Tableau 8 Ventilation de l'inflation sur la période 1999-2007

(en points de pourcentage annuels moyens ; par rapport à la zone euro)

	Déflateur de la demande finale			Coûts unitaires de main-d'œuvre		
	Variation totale	Contribution à la variation totale		Variation totale	Contribution à la variation totale	
		Coûts intérieurs	Coûts des importations		Rémunération	Inverse de la productivité du travail
Belgique	0.3	- 0.2	0.5	- 0.1	0.4	- 0.5
Allemagne	- 1.2	- 1.2	0.0	- 1.4	- 1.2	- 0.2
Irlande	0.8	1.0	- 0.1	1.5	3.7	- 2.1
Grèce	1.5	1.7	- 0.2	1.3	4.1	- 2.7
Espagne	1.5	1.4	0.1	1.2	0.4	0.8
France	- 0.5	- 0.1	- 0.4	0.3	0.5	- 0.3
Italie	1.7	0.6	1.1	1.0	0.0	0.9
Chypre	- 1.9	- 0.8	- 1.1	1.6	1.8	- 0.2
Luxembourg	1.6	0.1	1.6	1.0	3.5	- 2.5
Malte	0.4	0.1	0.3	0.6	1.0	- 0.5
Pays-Bas	0.1	0.0	0.1	0.7	1.1	- 0.4
Autriche	- 0.5	- 0.5	0.0	- 1.2	- 0.5	- 0.7
Portugal	0.9	1.1	- 0.3	1.6	1.7	- 0.1
Slovénie	3.2	1.7	1.5	3.4	6.1	- 2.6
Finlande	- 0.8	- 0.7	- 0.1	- 0.4	0.9	- 1.2

Source: Calculs de la BCE reposant sur les données de la Commission européenne et d'Eurostat

Notes : Ce tableau présente les écarts du taux moyen de progression de chaque variable par rapport à la moyenne de la zone euro. Les chiffres du tableau doivent être interprétés comme suit : en prenant pour exemple la Belgique, la variation totale du déflateur de la demande finale a été supérieure de 0,3 point de pourcentage par an à celle de l'ensemble de la zone euro sur la période 1999-2007. La contribution des coûts moyens des importations en Belgique par rapport à la zone euro a atteint 0,5 point de pourcentage par an, tandis que la contribution des coûts intérieurs relatifs aux variations relatives du déflateur de la demande finale a été de - 0,2 point de pourcentage par an.

Sur la période 1999-2007, l'inflation a globalement décliné dans tous les pays de la zone euro par comparaison avec 1990-1998, sauf en Irlande, au Luxembourg et aux Pays-Bas, où elle a au contraire augmenté (cf. tableau 7). Une ventilation des évolutions des prix révèle que, dans la plupart de ces économies, les coûts intérieurs constituent le facteur le plus important pour les écarts d'inflation par rapport à la moyenne de la zone euro sur la période 1999-2007 (cf. tableau 8). Parmi les facteurs intérieurs, les différentiels de croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui sont eux-mêmes plus étroitement associés à des évolutions divergentes des salaires qu'à des différentiels de croissance de la productivité du travail, paraissent avoir joué un rôle essentiel. Néanmoins, les variations des coûts des importations ont apparemment contribué, elles aussi, aux écarts d'inflation.

Il est normal de constater certains écarts d'inflation et de coûts dans une union monétaire, où l'ajustement des prix et des coûts d'équilibre s'accompagne le plus souvent d'un ajustement des prix relatifs entre régions et entre secteurs. Ce phénomène, qui, dans une certaine mesure, constitue une caractéristique normale d'un processus de rattrapage ou, plus généralement, d'écarts de productivité tendanciels, peut se traduire par des différentiels d'inflation entre les régions et les secteurs d'une union monétaire ²⁹.

Les différentiels d'inflation sont relativement persistants dans la zone euro, car nombre de pays ont systématiquement maintenu un écart d'inflation positif ou négatif par rapport à la moyenne de cette zone sur une longue période (cf. encadré 1).

Plusieurs facteurs, intrinsèquement liés, sont susceptibles d'expliquer ces écarts durables d'inflation et de croissance des coûts de main-d'œuvre ³⁰. On peut notamment opérer une distinction entre les facteurs relatifs à la convergence et à l'intégration économique, ceux concernant les différences durables ou

²⁹ Cf. notamment I. Angeloni et M. Ehrmann (2004), *Euro area inflation differentials*, document de travail de la BCE n° 388, et F. Altissimo, P. Benigno et D. Rodríguez-Palenzuela (2004), *Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies*, document présenté à l'atelier de la BCE intitulé *Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area*, Francfort-sur-le-Main, 13-14 décembre 2004, consultable sur le site internet de la BCE (www.ecb.europa.eu)

³⁰ Cf. l'article intitulé *La politique monétaire et les écarts d'inflation dans une zone monétaire hétérogène* du *Bulletin mensuel* de mai 2005

Il est normal de trouver des différentiels dans une union monétaire.

Certains sont dus
à la convergence
des niveaux de prix...

permanentes dans les structures économiques nationales et les facteurs induits par l'action publique, qui ont trait au fonctionnement et à la conduite des politiques budgétaire, structurelle et salariale nationales ou aux diverses réponses régionales aux politiques de la zone euro.

S'agissant de la première catégorie de facteurs (convergence et intégration économique), la mise en œuvre du Marché unique européen, dans la première moitié des années quatre-vingt-dix, et l'introduction de la monnaie unique, en 1999, ont contribué à une nette atténuation de la dispersion des niveaux de prix, principalement pour les biens exportables. La convergence des prix de ces produits vers un niveau commun à long terme explique probablement une partie des écarts d'inflation constatés durant les premières années d'existence de l'euro.

Les écarts d'inflation ont aussi pu résulter de la convergence des niveaux de prix des biens et services non exportables³¹. Cet effet de rattrapage est souvent associé à des différentiels de croissance de la productivité entre les secteurs exposé et abrité ou, plus généralement, au processus de convergence des niveaux de vie (PIB par habitant) entre les économies. Ainsi, conformément à l'effet Balassa-Samuelson, dans les pays affichant de substantiels écarts de productivité sectoriels par rapport à d'autres économies (avec des gains de productivité relativement plus substantiels dans le secteur exposé), la croissance des salaires et l'inflation auraient tendance à être plus fortes au sein du secteur abrité. À l'intérieur d'une union monétaire, où le cours de change nominal ne peut pas s'apprécier, ce type de pays se caractériserait par une inflation globale supérieure en valeur relative. Cependant, les éléments empiriques démontrant cet effet sont mitigés.

Deuxièmement, les écarts d'inflation ou des niveaux de prix peuvent également provenir de différences structurelles normales, par exemple d'une hétérogénéité des préférences des consommateurs ou de différences dans l'exposition d'un pays aux variations du change de l'euro et des cours des matières premières. En particulier, les différences dans le degré d'ouverture et dans la composition des échanges internationaux pourraient expliquer ces écarts.

... d'autres
à des politiques
inappropriées.

Troisièmement, que ce soit à l'échelle de la zone euro ou au niveau régional, les politiques sont susceptibles d'influencer le degré d'hétérogénéité dans une union monétaire. Ainsi, la politique budgétaire peut renforcer les écarts d'inflation si ses instruments sont mal utilisés (cf. section 4.2). Les rigidités structurelles et l'inachèvement du Marché unique peuvent aboutir à des différences de prix plus substantielles que si la concurrence et l'intégration économique entre les pays de la zone étaient plus poussées. Les politiques structurelles et salariales qui sont menées au niveau national ou régional sont aussi source d'écarts d'inflation. Par exemple, dans une partie des pays de la zone euro, les clauses d'indexation des salaires contenues dans certains accords de négociation collective peuvent retarder les ajustements nécessaires et, en augmentant l'inertie de l'inflation, contribuer à la persistance de ces écarts.

31 Produits et services non exportables qui, dans une certaine mesure, sont échangés localement

Encadré 5

COMPRENDRE LA PERSISTANCE DE L'INFLATION ET LES DÉTERMINANTS DE LA DYNAMIQUE DES SALAIRES

Outre les chocs nationaux spécifiques, les différences potentielles de flexibilité des prix et des salaires entre pays constituent une grande source d'écarts d'inflation et de croissance. Pour la conduite de la politique monétaire, il est en tout cas crucial de bien comprendre les déterminants de la dynamique des prix et des salaires dans les économies de la zone euro. L'importance de cet aspect a incité à créer deux réseaux à l'échelle du Système européen de banques centrales : l'*Inflation Persistence Network* (IPN) et le *Wage Dynamics Network* (WDN). Voici leurs principales observations.

L'IPN a commencé ses activités en 2003 et a rendu compte de ses recherches lors d'une conférence, en décembre 2004¹. Il est axé sur l'analyse macroéconomique, sur l'étude détaillée des données microéconomiques relatives aux variations individuelles des prix à la consommation et à la production et sur des enquêtes destinées à identifier les principaux facteurs qui influent sur la fixation des prix par les entreprises.

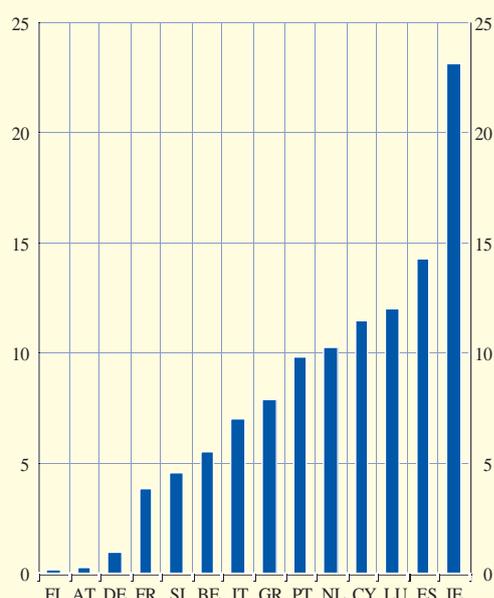
Ces travaux tirent plusieurs grandes conclusions. Premièrement, avec le régime monétaire actuel, la persistance de l'inflation est modérée, contrairement à la précédente phase de forte inflation, pendant laquelle les anticipations étaient moins bien ancrées, de sorte que les chocs d'inflation entraînaient généralement des variations plus durables de celle-ci. Deuxièmement, d'après les données microéconomiques ayant trait aux variations de prix, les prix à la consommation apparaissent assortis d'une viscosité plus élevée dans la zone euro, où ils sont habituellement révisés tous les douze à quinze mois, qu'aux États-Unis (révision tous les six mois en moyenne). Troisièmement, on constate une hétérogénéité considérable dans la formation des prix entre les secteurs, mais pas de différences substantielles dans la fréquence des changements de prix entre les pays. Ainsi, les prix de l'alimentation et de l'énergie sont révisés beaucoup plus souvent que ceux des services. Quatrièmement, les baisses de prix sont relativement fréquentes (environ 40 % des changements des prix à la consommation), laissant à penser que la rigidité nominale à la baisse n'est pas aussi forte qu'on ne le pensait. Cinquièmement, les enquêtes révèlent que l'ajustement s'opère habituellement en deux temps : les entreprises examinent leurs prix, puis les révisent. Les examens de prix sont nettement plus fréquents que les révisions. Quant aux déterminants de ces dernières, l'enquête montre qu'environ un tiers des entreprises de la zone euro fixent leurs prix selon un calendrier (politique de prix « *time-dependent* »), tandis qu'un cinquième changent leurs prix lorsque certains événements engendrent un écart suffisamment important entre le prix réel et le prix souhaité (politique de prix « *state-dependent* »). Les autres entreprises suivent une stratégie mixte. Tant les résultats des enquêtes que l'analyse des changements de prix considérés individuellement indiquent que la volatilité des coûts des entreprises constitue un important déterminant de la fréquence des variations de prix. Par exemple, c'est dans les secteurs où les salaires, qui affichent eux-mêmes une certaine viscosité, représentent une proportion élevée des coûts totaux que les entreprises sont généralement beaucoup plus promptes à changer leurs prix.

Les constats de l'IPN soulignent la nécessité d'explorer plus avant les déterminants de la dynamique des salaires, d'où le lancement du WDN, en 2006. Outre des spécialistes venant de la zone euro, ce réseau rassemble également des chercheurs de banques centrales tierces. Le WDN travaille actuellement dans quatre directions : analyse des salaires et des coûts de main-d'œuvre globaux et sectoriels, ainsi que de leur interaction avec la dynamique des prix, étude des données microéconomiques portant sur les salaires, notamment de la nature et de l'ampleur des rigidités au niveau des salaires et du marché du travail, enquête auprès des entreprises, afin d'identifier les principaux mécanismes de fixation des salaires et méta-analyse des résultats, visant à dégager les principales conclusions des recherches et les conséquences pour l'élaboration des mesures à adopter. Les observations du WDN seront présentées lors d'une conférence en juin 2008.

¹ Cf. F. Altissimo, M. Ehrmann et F. Smets (2005), *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – summary of the IPN evidence*, Étude n° 46 dans la série des études de la BCE concernant les sujets spécifiques

Graphique 6 Indicateurs de compétitivité harmonisés dans les pays de la zone euro sur la période 1999-2007

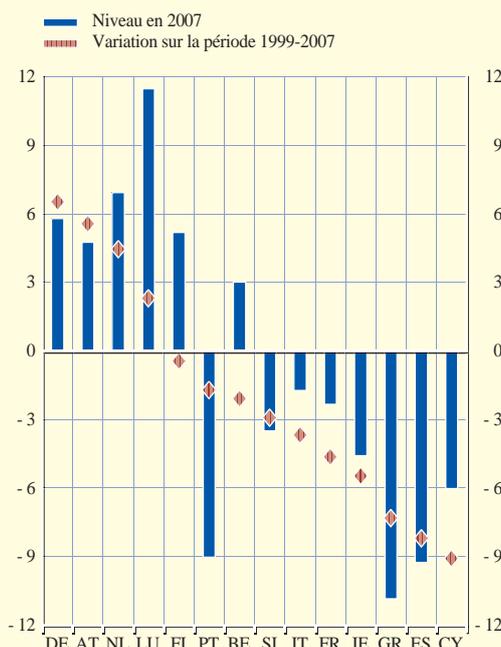
(variations en pourcentage cumulées)



Source : Calculs de la BCE s'appuyant sur des données Eurostat
Notes : Moyennes pondérées calculées par la BCE des prix relatifs déflatés par l'indice des prix à la consommation harmonisé des pays de la zone euro vis-à-vis d'un groupe composé de quarante-quatre partenaires commerciaux. Une hausse traduit une appréciation effective réelle, c'est-à-dire une baisse de cet indicateur de compétitivité nationale. Les pays sont présentés par ordre croissant.

Graphique 7 Soldes des transactions courantes en 2007 et variations cumulées dans les pays de la zone euro sur la période 1999-2007

(niveaux en pourcentage du PIB et variations cumulées en points de pourcentage en pourcentage du PIB)



Source : Calculs de la BCE reposant sur les données de la Commission européenne

Ces écarts peuvent comprimer la compétitivité et la croissance de la production.

Conséquence des écarts d'inflation persistants observés, la compétitivité des prix diffère largement entre les pays de la zone euro. On peut notamment la mesurer avec les indices de compétitivité harmonisés (ICH), qui reposent sur les moyennes pondérées des prix relatifs déflatés par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)³². Le graphique 6 montre que, sur la période 1999-2007, l'Allemagne, l'Autriche et la Finlande ont affiché un ICH en très légère hausse, signe que la compétitivité de leurs prix s'est peu dégradée, alors que l'Espagne et l'Irlande ont vu leur ICH augmenter très fortement. L'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre dresse un tableau tout aussi hétérogène de la compétitivité. Au sein de la zone euro, l'ajustement passe essentiellement par les prix ou les coûts relatifs. La réduction des coûts unitaires de main-d'œuvre ne constitue pas une stratégie d'appauvrissement du voisin (*beggar-thy-neighbour policy*). Au contraire, la modération de ces coûts atténue les tensions inflationnistes, ce qui tend à faire baisser les taux d'intérêt dans toute la zone euro. Si elle se prolonge, elle exerce un impact bénéfique sur l'emploi structurel, au-delà de l'effet positif d'une amélioration de la compétitivité et des performances commerciales. Non associées à des ajustements des coûts et des prix d'équilibre, les dégradations durables de la compétitivité des prix et des coûts peuvent peser sur la production et l'emploi, ainsi que sur la balance commerciale et le solde courant (cf. graphique 7)³³.

32 Cf. l'encadré intitulé *Introduction d'indices de compétitivité harmonisés pour les pays de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de février 2007.

Lors des élargissements ultérieurs de cet ensemble d'ICH, il sera utile de comparer l'ensemble actuel, qui repose sur les évolutions des prix à la consommation, aux indicateurs fondés sur des déflateurs incluant moins de produits et de services non exportables, qui peuvent être plus largement associés à la compétitivité du secteur extérieur des pays.

33 Cf. l'encadré intitulé *Soldes courants dans les différents pays de la zone euro du point de vue de l'équilibre entre épargne et investissement* du *Bulletin mensuel* de juillet 2007

En conclusion, la persistance de différentiels d'inflation et de croissance sur de longues périodes peut, dans de nombreux cas, s'apparenter à un phénomène d'équilibre déterminé par des processus de rattrapage et/ou par des écarts de tendance au niveau du potentiel de croissance. Cependant, ces écarts peuvent être préoccupants s'ils découlent d'inefficiences structurelles ou de politiques nationales asymétriques (concernant, par exemple, la fixation des salaires). Les pays de la zone euro ne pouvant plus envisager d'agir sur la politique monétaire et de change au niveau national, il importe de veiller au bon fonctionnement des autres mécanismes d'ajustement aux chocs. Les rigidités des mécanismes de fixation des salaires et des prix ou les évolutions salariales excessives observées actuellement peuvent retarder les ajustements nécessaires des prix relatifs aux chocs économiques et, dans certains pays, engendrer une inflation durable et relativement forte. Une telle situation peut elle-même contribuer au creusement des déséquilibres internes et à des pertes de compétitivité des prix et des coûts à l'intérieur de la zone euro, ce qui risque également de nuire à la production et à l'emploi. Pour que les ajustements économiques soient efficaces et s'opèrent sans heurts, il faut supprimer les freins institutionnels à la flexibilité de la fixation des salaires et des prix, achever le Marché unique et, partant, accroître la concurrence intérieure et transfrontière (cf. section 4.1), mais aussi instaurer un cadre budgétaire prudent.

Des politiques saines sont également essentielles pour les pays qui souhaitent à terme devenir membres de la zone euro. La section suivante est consacrée à l'élargissement de cette zone.

4.4 ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO

Cette section rend compte de l'élargissement de la zone euro depuis 1999, décrit l'état d'avancement des projets d'élargissement et souligne la nécessité d'une convergence durable comme préalable (cf. également chapitre 2).

TROIS PHASES D'ÉLARGISSEMENT

Comme indiqué au chapitre 2, depuis l'introduction de la monnaie unique dans onze États membres de l'UE en 1999, la zone euro a connu trois phases d'élargissement qui ont porté à quinze le nombre de ses participants.

PERSPECTIVES

L'euro n'a pas encore été introduit dans douze pays de l'UE, qui présentent des différences notables en ce qui concerne leur statut juridique et leur degré de convergence. Le Danemark et le Royaume-Uni bénéficient d'un statut spécial, qui repose sur une « clause d'exemption » : le degré de convergence atteint pour l'entrée dans la zone euro ne sera évalué qu'à la demande de ces pays.

Les dix autres (Bulgarie, Estonie, Lettonie, Lituanie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Suède) sont membres de l'UE avec un régime dérogatoire. En d'autres termes, ils se sont engagés à adopter l'euro *in fine*, mais la date effective de cette introduction et le mode de convergence optimal seront déterminés au cas par cas.

Pour qu'un pays candidat puisse adopter l'euro, sa monnaie doit adhérer pendant au moins deux ans au mécanisme de change (MCE II) sans subir de graves tensions, avant évaluation du degré de convergence, et il doit satisfaire aux autres « critères de Maastricht ».

Douze membres de l'UE
n'ont pas encore adopté l'euro.

Tableau 9 Programmes d'intégration monétaire des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro

Pays	Intentions relatives au MCE II	Intentions relatives à l'adoption de l'euro
Bulgarie	Dès que possible	A pour objectif d'adopter l'euro dès que possible
République tchèque	Participation au MCE II seulement pendant la durée minimum de deux ans préalable à l'entrée dans l'UEM. La définition d'une cible d'inflation sera maintenue jusqu'à la réalisation de l'intégration monétaire. Le degré de préparation pour la participation au MCE II et à la zone euro est évalué sur une base annuelle conjointement par les autorités et la banque centrale nationale.	La dernière mise à jour de « La stratégie d'accession de la République tchèque à la zone euro », approuvée par les autorités tchèques en août 2007, établit que certaines conditions préalables pour pouvoir adopter l'euro n'ont pas encore atteint des valeurs satisfaisantes. Les principaux obstacles sont liés au besoin d'amélioration de la flexibilité de l'économie et d'assainissement budgétaire.
Danemark	Participation	Aucun projet actuellement. Le référendum sur l'adoption de l'euro s'est soldé par un rejet par 53 % des votants en septembre 2000.
Estonie	Participation	A pour objectif d'adopter l'euro dès que possible
Lettonie	Participation	A pour objectif d'adopter l'euro dès que possible
Lituanie	Participation	A pour objectif d'adopter l'euro dès que possible
Hongrie	Le programme de convergence mis à jour ne comporte aucune date souhaitée d'entrée dans le MCE II. Il énonce seulement que la participation au MCE II serait conditionnée au rétablissement de la crédibilité budgétaire.	Le programme de convergence ne comporte aucune date souhaitée d'entrée dans la zone euro.
Pologne	Participation au MCE II seulement pendant la durée minimum de deux ans. Pas de date cible explicite pour l'entrée dans le MCE II.	Le programme de convergence ne précise pas de date cible pour l'adoption de l'euro.
Roumanie	Selon le programme de convergence 2007, pas d'intentions de rejoindre le MCE II avant 2012. A pour objectif de rester dans le MCE II pendant la durée minimum préalable à l'adoption de l'euro.	Pas avant 2014
Slovaquie	Participation	A pour objectif de respecter la valeur de référence budgétaire en 2007 et de rejoindre la zone euro en 2009
Suède	Aucun projet actuellement	Aucun projet actuellement. Le référendum sur l'adoption de l'euro s'est soldé par un rejet par 56 % des votants en septembre 2003.
Royaume-Uni	Aucun projet actuellement	Dès que les cinq tests définis par les autorités auront été réalisés

Source : SEBC

Cinq pays participent au MCE II.

Cinq États membres actuellement hors zone euro participent au MCE II. Ils ont adhéré à ce mécanisme à des dates différentes, certains en prenant des engagements unilatéraux concernant leur cours de change. Le 1^{er} janvier 1999, le Danemark a rejoint le MCE II avec des marges de fluctuation de +/- 2,25 % autour du cours pivot de sa monnaie. Le 28 juin 2004, l'Estonie, la Lituanie (et la Slovaquie) ont également adhéré au MCE II, les deux premières avec des marges de fluctuation de +/- 15 %. En outre, ces pays ont décidé unilatéralement de maintenir leur système de caisse d'émission (*currency board*). Le 2 mai 2005, la Lettonie est entrée dans le MCE II (ainsi que Chypre et Malte). La Lettonie a elle aussi opté pour des marges de fluctuation de +/- 15 %, mais a décidé unilatéralement d'appliquer des marges de +/- 1 %. Enfin, le 25 novembre 2005, la Slovaquie a adhéré au MCE II, avec des marges de +/- 15 %.

À ce jour, la Bulgarie, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie et la Suède sont les seuls membres de l'UE dotés d'un régime dérogatoire qui ne font pas encore partie du MCE II (cf. tableau 9).

NÉCESSITÉ D'UNE CONVERGENCE DURABLE

Pour rejoindre la zone euro, les États membres doivent respecter un certain nombre de critères de convergence juridique et économique. S'ils se conforment durablement à ces critères, ils pourront s'intégrer sans problème à l'Union monétaire. Cette approche est solidement ancrée dans toute une argumentation économique : dès lors qu'un pays adhère à l'Union monétaire, il ne peut plus agir sur ses taux d'intérêt ; au sein de l'UEM, les décisions de politique monétaire sont prises à la lumière des conditions économiques de toute la zone euro et il faut donc une convergence économique durable pour qu'une économie nationale soit suffisamment préparée à l'union monétaire.

La disparition des risques de change vis-à-vis des principaux partenaires commerciaux, la réduction des coûts de transaction et d'information, l'amélioration de la protection contre certaines perturbations financières, la diminution de la prime de risque et des taux d'intérêt à long terme grâce à un cadre budgétaire et monétaire crédible font partie des répercussions très bénéfiques que l'introduction de l'euro peut avoir sur un pays parvenu à un degré de convergence durable. Pour l'ensemble de la zone euro, ainsi que pour l'UE, le principal avantage de l'élargissement est l'achèvement de la création du marché intérieur des biens, des services et des capitaux. Néanmoins, ces effets positifs ne se matérialiseraient pas en cas d'adoption prématurée de l'euro, dont un pays pourrait pâtir à maints égards. Ainsi, les écarts au niveau des cycles d'activité peuvent déboucher sur des taux d'intérêt « sous-optimaux » dans un contexte national (en ce qui concerne la stabilisation économique et l'allocation des ressources) et sur l'apparition de « bulles » ou de « crises » locales. En l'absence de convergence durable, un pays risque d'être confronté à des problèmes de compétitivité, auxquels il ne peut plus remédier *via* des ajustements du change. Si la flexibilité des salaires et des prix n'y est pas suffisante pour permettre une adaptation à l'évolution de la compétitivité et/ou aux chocs, il risque également de subir des préjudices économiques pendant une longue période. Pour la zone euro dans son ensemble, les décisions prématurées d'introduction de l'euro pourraient nuire à la crédibilité du projet d'UEM.

Dans ses *Rapports sur la convergence*, la BCE³⁴ souligne que celle-ci « doit être réalisée de manière durable et non seulement à un moment donné. C'est pourquoi les examens par pays s'étendent sur le caractère durable de la convergence. À cet égard, les évolutions économiques dans les pays concernés sont mises en perspective sur une durée qui couvre, en principe, les dix dernières années. Cette analyse permet de déterminer plus précisément dans quelle mesure les réalisations actuelles sont le fruit de véritables ajustements structurels, ce qui doit permettre de mieux évaluer le caractère durable de la convergence économique. De plus, dans la mesure du possible, une approche prospective est adoptée. Dans ce contexte, l'accent est mis sur le fait que le caractère soutenable d'évolutions économiques positives repose fondamentalement sur des réponses appropriées et durables aux défis d'aujourd'hui et de demain. De manière générale, il est souligné que la réalisation d'une convergence économique durable dépend tout autant de la mise en place d'une situation de départ saine que des politiques qui seront suivies après l'adoption de l'euro ».

Les critères de convergence juridique contraignent les pays candidats à l'euro à instaurer les fondements juridiques de leur participation à l'Union monétaire, dont l'indépendance de la banque centrale constitue une pierre angulaire.

Les critères de convergence économique imposent aux pays candidats de créer des conditions économiques propices au maintien de la stabilité des prix et de la cohésion de la zone euro. Le cadre d'analyse englobe les évolutions des prix, des soldes budgétaires et des ratios de dette, des taux de change et des taux

34 Cf. BCE, *Rapport sur la convergence*, mai 2008

d'intérêt à long terme, ainsi que d'autres facteurs pertinents. Plusieurs principes généraux régissent la mise en œuvre de ces critères :

1. chaque critère est strictement interprété et appliqué ;
2. les critères de convergence forment un ensemble cohérent et intégré auquel il convient de satisfaire dans son intégralité. Le Traité ne propose aucune hiérarchie pour ces critères, qui sont placés sur un pied d'égalité ;
3. les critères doivent être satisfaits sur la base des données réelles ;
4. leur application doit être cohérente, transparente et simple ;
5. la convergence doit être réalisée de manière durable et non uniquement à un moment donné.

Dès lors qu'un pays se conforme durablement à ces critères juridiques et économiques, il peut entrer dans la zone euro. Cependant, l'adoption de la monnaie unique ne constitue pas une fin en soi. En effet, l'entrée dans la zone euro n'est pas un gage de réussite. Après avoir introduit l'euro, les pays doivent continuer à déployer les bonnes politiques pour prospérer dans la zone euro (cf. sections 4.1, 4.2 et 4.3).

4.5 DÉFIS ET PERSPECTIVES

Il ressort des sections précédentes que le bon fonctionnement de la zone euro présuppose manifestement flexibilité et intégration économiques, car des phénomènes spécifiques peuvent toucher des pays ou des régions de cette zone. De plus, celle-ci est en permanence confrontée à des chocs et à des défis, résultant notamment de la concurrence mondiale ou des prix de l'énergie. En même temps, dans une union monétaire, les pays ne peuvent plus définir une politique monétaire et de change nationale. Il faut donc disposer d'autres mécanismes d'ajustement efficaces pour éviter qu'une économie ou qu'une région de la zone euro n'entre dans une longue période de croissance faible et de chômage élevé, ou de surchauffe, après un choc spécifique ou asymétrique.

Les récentes hausses des taux d'activité et d'emploi sont encourageantes. Elles montrent que les réformes du marché du travail, l'immigration et la modération salariale permettent de surmonter une partie des obstacles à la croissance qui découlent des rigidités et de la sur-réglementation de ce marché. Elles confirment également qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix n'est aucunement incompatible avec la création d'emplois et un faible taux de chômage, bien au contraire. Toutefois, malgré ces avancées, la plupart des pays de la zone euro sont encore loin d'avoir épuisé les possibilités de progression des taux d'activité et d'emploi. Des freins structurels, induits par la rigidité du cadre juridique et réglementaire, par la lourdeur des cotisations sociales et par la non-flexibilité de la réglementation des salaires continuent d'empêcher ou de décourager beaucoup trop d'individus de participer activement au marché du travail, ce qui maintient l'activité à un niveau trop faible et le chômage à un niveau trop élevé.

Par conséquent, s'ils veulent accroître l'emploi, la productivité et la résistance aux chocs économiques, il est impératif que les pays de la zone euro développent une politique économique comportant les axes suivants. Premièrement, pouvoirs publics et partenaires sociaux doivent veiller conjointement à ce que la fixation des salaires tienne suffisamment compte de la situation du marché du travail et ne mette pas en péril la compétitivité et l'emploi. À cette fin, les partenaires sociaux doivent prendre en considération la diversité des conditions dans chaque entreprise et secteur, tout en atténuant les répercussions des accords salariaux sur la compétitivité et, partant, sur l'emploi, au niveau des entreprises, des branches, des secteurs ou des régions. Une différenciation salariale suffisante améliorerait les opportunités d'emploi des travailleurs peu qualifiés, ainsi que dans les régions ou les secteurs fortement touchés par le chômage.

**Les mécanismes
d'ajustement doivent
devenir plus efficaces ...**

**... pour un bon
fonctionnement
de la zone euro.**

**Des avancées ont été
réalisées, mais il faut
poursuivre les réformes.**

**La différenciation
des salaires
soutient l'emploi.**

Les règles excessives, telles que celles instaurant un salaire minimum, sapent la création d'emplois, surtout au détriment des jeunes et des travailleurs peu qualifiés, mais aussi de tous ceux qui peinent à entrer sur le marché du travail.

Deuxièmement, le bon fonctionnement des mécanismes d'ajustement *via* le marché du travail doit être complété par l'achèvement du Marché unique, particulièrement dans les services et les industries de réseaux. Une intégration des marchés plus poussée flexibiliserait davantage les prix en encourageant la concurrence et l'ouverture des marchés des produits. Le renforcement de la concurrence transfrontière et l'intégration des marchés au sein de la zone euro contribueraient, pour leur part, à la baisse des prix. Ils pourraient aussi faciliter les processus d'ajustement dans les différents pays en cas de choc spécifique à une région ou à une économie, ou de décalages entre les cycles, ce qui éviterait un chômage régional trop élevé.

Troisièmement, les autorités nationales peuvent largement contribuer au bon fonctionnement des mécanismes d'ajustement dans la zone euro en déployant une politique budgétaire soutenable bien conçue, qui cadre avec les orientations énoncées dans le Pacte de stabilité et de croissance. Qui plus est, cette politique budgétaire peut et doit contribuer à soutenir la croissance à long terme grâce à l'amélioration de la qualité des dépenses et à la limitation, le plus possible, des effets économiques dissuasifs de la fiscalité. Dans ce contexte, il est particulièrement important que les autorités budgétaires se préparent à relever les défis liés au vieillissement de la population. Des dépenses publiques substantielles et inefficaces peuvent freiner l'économie en lui imposant une lourde charge fiscale et en affectant les ressources à des activités non productives. De même, le relèvement des prix administrés, les prélèvements indirects et l'existence de salaires minimums ont tendance à accentuer les tensions inflationnistes, rendant plus difficile la conduite de la politique monétaire.

Quatrièmement, conformément à la stratégie de Lisbonne, il est impératif d'engager les réformes qui visent à étoffer les perspectives de croissance à long terme, l'emploi et la productivité dans la zone euro. Cette mise en œuvre améliorerait les mécanismes d'ajustement dans les pays, les régions ou les secteurs, ce qui permettrait de renforcer la résistance globale aux chocs subis par l'économie de la zone euro.

Cinquièmement, il faut observer attentivement l'évolution de la compétitivité des prix et des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les pays de cette zone. Les dégradations durables de la compétitivité des coûts relatifs peuvent aussi tenir à un certain nombre de rigidités structurelles, qui sont source d'inertie dans la formation des prix et des salaires, et qui entraînent des hausses excessives des coûts de main-d'œuvre. Si ces phénomènes sont identifiés, et lorsqu'ils le seront, toutes les parties concernées (secteur privé, partenaires sociaux et autorités nationales) devront se montrer aussi lucides que possible dans leurs décisions, de façon à éviter les pertes relatives de compétitivité qui ne seraient pas économiquement justifiées et qui éroderaient la croissance ainsi que la création d'emplois à venir.

Enfin, les pays qui souhaitent adopter l'euro ont tout intérêt à tenir compte de ces défis dans leur processus de convergence et à être bien préparés au moment de leur adhésion.

**Il est impératif
d'achever
le Marché unique.**

**Un cadre budgétaire sain
et une faible fiscalité
sont essentiels.**

**La stratégie de Lisbonne
reste centrale.**

**Il faut observer l'évolution
de la compétitivité.**

5 INCIDENCE DE L'EURO SUR LES ÉCHANGES ET LES FLUX DE CAPITAUX ET RÔLE INTERNATIONAL DE L'EURO



Depuis 1998, le degré d'ouverture de la zone euro s'est encore accru, mesuré à l'aune des échanges et de la position extérieure de la zone euro. Dans le même temps, les flux commerciaux et de capitaux intra-zone se sont également accrus. Les échanges de biens et services intra-zone ont augmenté d'environ 10 points de pourcentage par rapport au PIB, ce qui peut être partiellement attribué à la création de l'euro. La monnaie unique a par ailleurs favorisé la concurrence et la convergence des prix au sein de la zone euro, phénomène qui devrait se poursuivre. Sur le plan des flux de capitaux, l'euro a dopé les investissements directs étrangers (IDE), en particulier les activités de fusions et acquisitions transfrontières dans le secteur manufacturier ainsi que les flux de portefeuille entre les pays de la zone euro. Un certain nombre de facteurs associés à l'euro, tels que la suppression du risque de change, la réduction du coût du capital, l'utilisation de plates-formes de négociation communes et la fusion des bourses nationales (par exemple Euronext), ont favorisé l'augmentation de ces mouvements de capitaux entre les pays de la zone euro. Une autre dimension de l'euro a trait à son utilisation au-delà des frontières de la zone euro. Au cours des dix dernières années, le rôle de l'euro sur les marchés internationaux s'est renforcé, même si cette évolution est progressive et semble avoir atteint un palier sur certains segments de marché. De plus, le rôle de la monnaie unique sur le plan international est concentré géographiquement dans les régions limitrophes de la zone euro. Ces dimensions internationales de la zone euro soulignent le besoin de dialogue étroit entre l'Eurosystème et les banques centrales des autres régions du monde. Ce dialogue se développe par le biais de divers canaux bilatéraux et multilatéraux. Ce chapitre est structuré comme suit : la section 5.1 analyse l'incidence de l'euro sur les échanges et la compétitivité de la zone euro, la section 5.2 porte sur l'impact de l'euro sur les flux de capitaux internationaux, la section 5.3 passe en revue l'évolution du rôle international de l'euro et la section 5.4 examine la coopération internationale de la zone euro, se concentrant plus particulièrement sur le rôle joué par la BCE.

5.1 ÉCHANGES DE BIENS ET SERVICES DE LA ZONE EURO

L'économie de la zone euro est relativement ouverte, notamment si on la compare avec celles des deux autres principales économies du monde : celles des États-Unis et du Japon. En 2006, la valeur combinée des importations et des exportations de biens et de services représentait environ 42 % du PIB, respectivement, contre 32 % et 28 % pour le Japon et les États-Unis. La zone euro représentait également 18 % de la valeur des exportations mondiales, contre approximativement 12 % pour les États-Unis, 6 % pour le Japon et 10 % pour les dix principaux pays exportateurs de pétrole. De plus, le taux d'ouverture de la zone euro a augmenté sensiblement depuis 1998 (de 11 points de pourcentage), du fait, notamment, de l'augmentation rapide des échanges commerciaux avec les nouveaux États membres de l'Union européenne et la Chine.

Depuis 1998, les échanges commerciaux au sein de la zone euro ont fortement augmenté. La valeur des exportations et des importations de marchandises dans la zone euro est passée d'environ 26 % du PIB en 1998 (l'année précédant l'introduction de l'euro) à 33 % du PIB en 2007. Parallèlement, les échanges de services à l'intérieur de la zone euro ont également augmenté de 5 % à 7 % du PIB. En 2007, les échanges intra-zone ont représenté environ la moitié de l'ensemble des échanges de la zone euro.

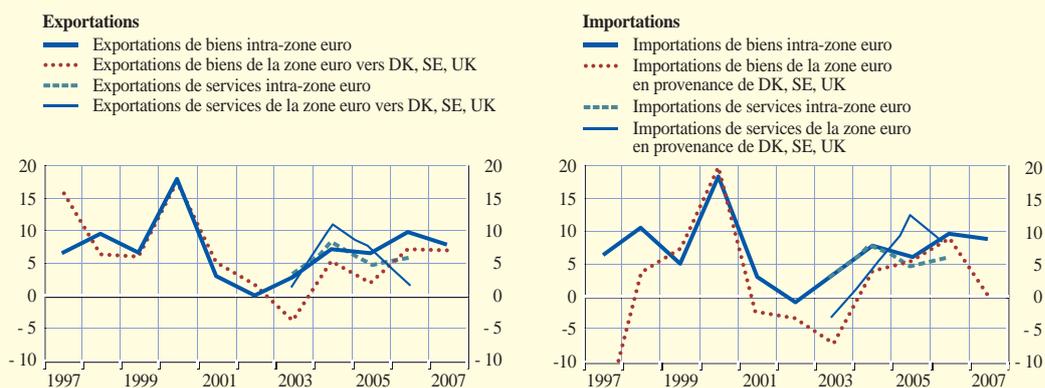
L'évolution des échanges commerciaux de la zone euro avec le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni montre que l'euro a permis de développer une dynamique intra-zone euro allant au-delà des effets positifs générés par le processus continu de l'intégration de l'UE dans un marché unique. Depuis 1998, le rythme annuel de croissance des exportations de marchandises de la zone euro vers les trois pays de l'UE-15 qui n'ont pas adopté l'euro a été, en moyenne, inférieur de 3 % à celui des exportations au sein de la zone euro. Dans le même temps, la croissance des importations en provenance de ces pays a été de 2 %

L'économie de la zone euro est relativement ouverte par rapport à celle des États-Unis et du Japon.

Les échanges intra-zone ont fortement augmenté depuis 1998.

Graphique 1 Évolution des échanges intra-zone euro comparés aux échanges de la zone euro avec le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni, 1996-2007

(en valeur ; croissance annuelle)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Notes : Les estimations pour 2007 reposent sur les données du premier semestre 2007. Les données relatives aux échanges de services ne sont disponibles que depuis 2002.

plus faible en moyenne que celle des importations intra-zone. Dans le domaine des services, la croissance annuelle des flux intra-zone euro s'est avérée inférieure à la croissance des échanges commerciaux avec les trois pays hors zone euro, ce qui s'explique probablement par la spécialisation plus marquée du Royaume-Uni dans le domaine des services et par le fait que le marché intérieur des services de l'UE est encore très fragmenté (cf. graphique 1).

Nous appuyant sur plusieurs études empiriques, nous aborderons ci-dessous de manière plus approfondie les répercussions de l'Union économique et monétaire (UEM), afin de distinguer les effets de création de trafic liés à l'euro de ceux liés à d'autres développements importants de la décennie passée (tels que, par exemple, l'intégration continue de l'UE et le rythme rapide de la mondialisation).

LES EFFETS DE CRÉATION DE TRAFIC RÉSULTANT DE L'EURO SUR LES ÉCHANGES DE BIENS

Ceteris paribus, la création d'une union monétaire est censée renforcer les échanges entre ses membres en éliminant la volatilité des taux de change et en supprimant de ce fait l'incertitude qui pèse sur la rentabilité et les bénéfices dégagés. Il pourrait donc résulter de la constitution d'une union monétaire, outre son incidence sur la volatilité des taux de change, une stimulation supplémentaire des échanges intra-zone (mécanisme dit « effet de Rose »)¹.

Au cours des dernières années, un nombre croissant d'études empiriques se sont penchées sur la question de l'incidence de l'euro sur les échanges de biens ; concernant les services, cette incidence n'a pas encore été quantifiée en raison du manque d'informations disponibles à ce sujet. L'effet positif de l'euro sur les échanges intra-zone est généralement reconnu. Cependant, les évaluations quant à la portée de cet effet fournissent des résultats très hétérogènes du fait, notamment, des différentes méthodologies d'analyse utilisées. Il est désormais admis que la monnaie unique a accéléré la croissance des échanges des pays de la zone euro de 2 points à 3 points de pourcentage en moyenne². Cette estimation est cohérente avec les indications présentées dans le graphique 1 ci-dessus. En revanche, les précédentes estimations, qui étaient supérieures, semblent aujourd'hui quelque peu surévaluées. Le nombre limité d'observations

1 L'expression « effet de Rose » est ainsi désignée parce que l'économiste Andrew Rose a été le premier à suggérer que les unions monétaires pourraient augmenter le volume des échanges intra-zone au-delà du simple effet positif découlant de la suppression de la volatilité des taux de change. Cf. Andrew K. Rose (2000), *One money, one market: the effect of currency unions on trade*, Economic Policy 30

2 Cf., par exemple, M. Bun et F. Klassen (2007), *The euro effect on trade is not as large as commonly thought*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 69, 4

Les échanges commerciaux entre pays de la zone euro ont augmenté de 2 % à 3 % en moyenne grâce à l'euro.

disponibles sur la période de l'UEM a rendu difficile, jusqu'à récemment, de distinguer les effets de l'euro sur les échanges des effets du Marché unique européen et du développement général des échanges commerciaux entre la zone euro et le reste du monde.

Au niveau sectoriel, la suppression des incertitudes liées aux fluctuations de taux de change dans les pays de la zone euro a stimulé les échanges dans tous les secteurs d'activité. En revanche, l'effet de Rose, c'est-à-dire la stimulation supplémentaire résultant de la création d'une monnaie unique, se manifeste principalement dans des secteurs industriels tels que ceux des biens d'équipement et des biens de consommation fortement différenciés tels que l'alimentation et les produits connexes³. La majorité de ces secteurs ont des coûts d'entrée sur le marché élevés pour les exportateurs, ce qui indique qu'une réduction de ces coûts explique pourquoi l'euro a pu contribuer au développement des échanges intra-zone.

Une analyse sur longue période des exportations réalisées par les entreprises soutient cette thèse, indiquant que l'euro a, dans un premier temps, contribué à accroître le nombre et la diversité des produits exportés dans la zone euro plutôt qu'à augmenter les volumes d'articles déjà exportés avant 1999. Par ailleurs, la monnaie unique a également pu avoir une incidence sur les échanges en modifiant les comportements de fixation des prix des exportateurs de la zone euro. Les informations disponibles indiquent qu'à la suite de la création de l'euro, l'avantage que trouvaient les entreprises à segmenter les marchés de la zone euro en appliquant des prix différents selon les pays a diminué⁴. Parallèlement, l'euro a également favorisé la convergence des prix parmi les États membres de la zone euro⁵. Dans l'ensemble, il semble que l'euro a permis de diminuer les coûts de transaction et les coûts fixes supportés par les entreprises de la zone euro, ce qui leur a permis de répercuter partiellement sur les consommateurs les économies réalisées, en pratiquant des prix inférieurs.

L'EURO ET LA COMPÉTITIVITÉ DE LA ZONE EURO

En ce qui concerne l'incidence de l'UEM sur la compétitivité des entreprises de la zone euro et leur capacité à jouer un rôle prépondérant sur les marchés mondiaux, des études récentes indiquent que l'euro a contribué à l'amélioration de leur compétitivité en facilitant les échanges intra-zone et en favorisant l'intégration du Marché unique de l'UE. Les pays de la zone euro sont désormais considérés comme une meilleure base d'exportation, capable d'attirer un plus grand nombre d'entreprises des pays voisins. En effet, la zone euro, désormais plus vaste et plus intégrée, permet non seulement aux sociétés de tirer parti des économies d'échelle avec des coûts marginaux en diminution, mais s'accompagne également d'un développement de la concurrence et, par conséquent, d'une plus grande diversité de produits, d'une productivité plus élevée et de prix plus bas⁶.

De ce fait, toutes choses étant égales par ailleurs, l'euro a favorisé l'efficacité dans la zone euro et a renforcé la compétitivité des pays membres sur les marchés mondiaux. Cependant, cette incidence sur les différents pays de la zone euro peut varier selon la qualité des institutions et l'accès à la technologie, à la recherche et au développement.

L'euro a pu entraîner une réduction des coûts des entreprises de la zone euro et permis de réduire les prix des biens échangés.

L'euro a renforcé la compétitivité des entreprises.

3 Pour de plus amples informations sur les études sectorielles, cf. par exemple R. Baldwin, F. Skudelny et D. Taglioni (2005) *The effect of the Euro: evidence from sectoral studies*, Document de travail de la BCE n° 446 ; S. De Nardis, R. De Santis et C. Vicarelli (2007), *The single currency's effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?*, ISAE

4 Cf. par exemple A. Berthou et L. Fontagné (2008), *The Euro and the intensive and extensive margins of trade: evidence from French firm level data*, CEPII, ainsi que I. Méjean et C. Schwellnus (2007), *Does European integration have an effect on the pricing behaviour of French exporters?*, CEPII

5 Cf., par exemple, N. Allington, P. Kattuman et F. Waldman (2005), *One market, one money, one price?*, Journal of Central Banking

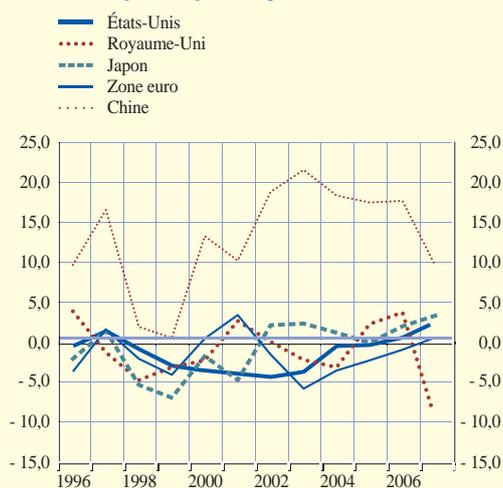
6 G. Ottaviano, D. Taglioni et F. di Mauro (2007), *Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, Eastern enlargement and competitiveness in the European Union*, Document de travail de la BCE n° 847

Les pays de la zone euro font face à une concurrence accrue sur les coûts au niveau mondial.

Dans ce contexte de concurrence accrue au sein de la zone euro, l'apparition de nouveaux acteurs affichant une très bonne compétitivité prix et coûts et se positionnant comme de grands pays exportateurs, a également accru le degré de concurrence externe auquel la zone euro est confrontée⁷. Au cours de la dernière décennie, la Chine par exemple a augmenté sa part de marché mondiale à l'export à un rythme moyen proche de 13 % par an (cf. graphique 2). Ceci semble être le pendant du recul de la part de marché de la zone euro (1,7 % par an) et des principaux autres pays exportateurs observé au cours de la même période (avec des baisses annuelles de l'ordre de 1,2 % à 1,7 %). Cependant, ces pertes de parts de marché de la zone euro n'ont pas été uniformes. Il existe des différences entre les économies de la zone euro, exception faite de l'Irlande et de l'Allemagne qui ont toutes deux accru leurs parts de marché au cours de la décennie passée. Il existe également des différences selon les années, les plus grandes pertes de parts de marché étant concentrées sur la période 2002-2004, qui correspond à l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce.

Graphique 2 Variations annuelles des parts de marché à l'exportation : zone euro, Royaume-Uni, États-Unis, Japon et Chine

(en volume, en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE

Notes : Les variations annuelles des parts de marché à l'exportation sont calculées comme la différence entre le rythme de progression annuel des exportations et la demande extérieure (la demande extérieure étant définie comme une somme pondérée par les exportations, spécifique à chaque pays, des importations en volume de biens et de services). La dernière observation se rapporte à 2007.

La zone euro gagne des parts de marché sur les secteurs traditionnels produisant des biens à forte valeur ajoutée.

Les pertes de part de marché à l'export de la zone euro résultent en partie d'un ajustement mécanique à l'apparition de nouveaux concurrents à faibles coûts salariaux. Cependant, elles peuvent également refléter, dans une certaine mesure, la spécialisation de la zone euro à l'exportation. En effet, certains pays de la zone euro semblent beaucoup plus spécialisés dans les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre pour lesquels les économies émergentes ont un avantage comparatif indéniable. Sur une note plus positive, les analyses récentes montrent qu'au cours de la dernière décennie, les pays de la zone euro et d'autres États membres de l'UE ont également gagné des parts de marché sur des secteurs traditionnels produisant des biens à forte valeur ajoutée, ce qui contraste avec les performances relativement médiocres qu'ils enregistrent pour d'autres types d'exportations⁸.

5.2 FLUX DE CAPITAUX INTERNATIONAUX

La zone euro est « ouverte » sur le plan financier, surtout depuis l'introduction de l'euro.

La zone euro est également relativement ouverte sur le plan financier, ses avoirs et engagements internationaux dépassant 150 % du PIB en 2006, contre 115 % pour les États-Unis et 90 % pour le Japon. En outre, l'ouverture financière de la zone euro sur l'extérieur s'est sensiblement accrue ces dernières années, ses avoirs et engagements vis-à-vis du reste du monde augmentant d'environ 60 % du PIB au cours de la période 1999-2006.

Les différents pays de la zone euro sont considérablement plus ouverts que la zone euro dans son ensemble, compte tenu de l'importance des flux d'investissement direct étranger (IDE) et de portefeuille intra-zone. Par exemple, entre 2000 et 2005, les pays de la zone euro (qu'on les considère comme pays d'accueil ou à l'origine des flux) ont représenté 57 % des flux mondiaux d'IDE. Parallèlement, les résidents de la zone euro détenaient 34 %

⁷ Cf. l'article intitulé *Mondialisation, échanges et macroéconomie de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de janvier 2008 et F. di Mauro et R. Anderton (2007), *The external dimension of the euro area: assessing the linkages*, Cambridge University Press

⁸ Cf. L. Fontagné, G. Gaulier et S. Zignago (2008), *Specialization across varieties and North-South competition*, *Economic Policy*, Vol. 23, issue 53

et 44 % du total mondial des portefeuilles d'actions et d'obligations internationales entre 2001 et 2006. Étant donné que le PIB de la zone euro ne représente qu'un quart environ du PIB mondial, ces faits stylisés suggèrent que l'euro pourrait bien avoir joué un rôle important dans ces mouvements de capitaux, en particulier entre les pays de la zone euro.

Les deux sous-sections suivantes portent sur les effets possibles de l'euro sur les IDE, les activités de fusions et acquisitions et les investissements de portefeuille.

INCIDENCE DE L'UEM SUR LES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS ET LES FUSIONS ET ACQUISITIONS

Les entreprises peuvent accroître leur présence à l'étranger en réalisant un investissement corporel dans un autre pays, en fusionnant ou en acquérant une entreprise étrangère existante. Les IDE peuvent donc leur ouvrir de nouveaux marchés et de nouveaux réseaux de vente et leur permettre

d'accéder à de nouvelles technologies, de nouveaux produits et de nouvelles compétences. Pour le pays d'accueil ou les entreprises étrangères qui reçoivent ces fonds, les IDE peuvent constituer une source de nouvelles technologies, de capital, de procédés industriels, de produits, de méthodes d'organisation et d'expertise et, à ce titre, donner une forte impulsion au développement économique. De façon générale, les IDE peuvent permettre d'accroître l'efficacité, tant dans le pays d'origine que dans le pays d'accueil.

L'intégration économique et financière européenne semble avoir favorisé un grand nombre d'IDE, en particulier dans l'industrie manufacturière, alors qu'une part croissante des flux d'IDE est réalisée entre pays de la zone euro. Par exemple, la part des flux d'IDE au sein de la zone euro par rapport au total des IDE de la zone euro est passée de 35 % en 1999 à 45 % en 2006 (cf. graphique 3). On observe également une tendance positive en ce qui concerne les encours d'IDE intra-zone par rapport au total des encours de la zone ; ils sont passés de près de 43 % en 1999 à 45 % en 2006.

L'essentiel des activités liées aux IDE prenant la forme de fusions et acquisitions, activité où les pays de l'UE-15 et les États-Unis se taillent la part du lion, l'observation des fusions et acquisitions transfrontières fournit de nouveaux éléments d'information en ce qui concerne l'incidence de l'euro sur les activités liées aux IDE.

La part des fusions et acquisitions transfrontières intra-zone euro dans le secteur manufacturier par rapport au total des fusions et acquisitions transfrontières de la zone euro dans ce secteur est passée de 20 % au cours des six années précédant la création de l'UEM (1993-1998) à 35 % dans les six années postérieures à la création de l'UEM (1999 à 2004). En outre, les entreprises manufacturières du Canada, du Japon, de Norvège et des États-Unis ont participé de façon croissante à des fusions réalisées avec des entreprises de la zone euro. En revanche, dans le secteur des services, la proportion de fusions et acquisitions au sein de la zone euro a diminué, de 37 % à 27 %, au cours de la même période alors que d'autres pays augmentaient leurs activités de fusions et acquisitions portant sur des actifs de la zone euro (cf. graphique 4).

La question clé est de savoir si l'UEM a joué un rôle dans cette évolution. Outre la disparition du risque de change, l'introduction de l'euro peut avoir déclenché certains mécanismes favorables aux IDE

Graphique 3 IDE intra-zone euro rapportés au total des IDE de la zone euro, 1999-2006



Source : BCE
Note : Entrées (stocks) d'IDE intra-zone euro plus sorties (stocks) d'IDE intra-zone euro en pourcentage du double des flux (stocks) d'IDE totaux de la zone euro

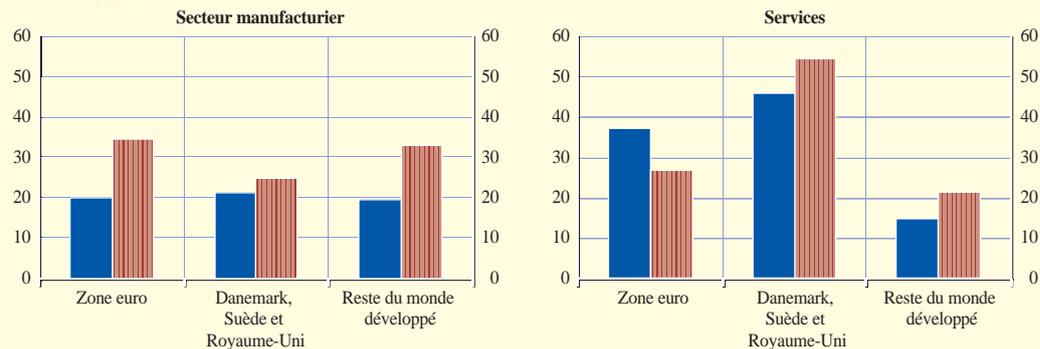
Forte augmentation des flux d'IDE entre les pays de la zone euro depuis 1999...

... en particulier les fusions et acquisitions dans le secteur manufacturier.

Graphique 4 Opérations de fusions et acquisitions transfrontières par achat d'actifs des secteurs manufacturier et des services de la zone euro (1993-2004)

(en pourcentage)

■ 1993-1998
■ 1999-2004



Source : Thomson Financial

Note : « Zone euro » est le ratio entre les opérations transfrontières intra-zone euro de fusions et acquisitions et la somme des opérations intra et extra-zone euro de fusions et acquisitions. « Danemark, Suède et Royaume-Uni » est le ratio des opérations de fusions et acquisitions du Danemark, de la Suède et du Royaume-Uni vis-à-vis de sociétés de la zone euro divisées par le total de leurs opérations de fusions et acquisitions transfrontières. « Reste du monde développé » est le ratio des opérations de fusions et acquisitions du Canada, du Japon, de la Norvège et des États-Unis vis-à-vis de sociétés de la zone euro divisées par le total de leurs opérations de fusions et acquisitions transfrontières.

tels que : (i) la réduction des coûts de transactions et des coûts fixes, (ii) la réduction du coût des opérations en capital, des financements par obligations et des financements bancaires et (iii) l'influence des échanges sur les IDE dans la mesure où les flux d'IDE autant intra-zone qu'extra-zone sont corrélés avec les échanges commerciaux. Tous ces facteurs ont pu faciliter une réallocation du capital entre les pays de la zone euro.

Les flux d'IDE intra-zone auraient crû d'environ 15 % grâce à l'euro.

Plusieurs études empiriques se sont penchées sur la question de l'incidence de l'euro sur les IDE⁹. Les résultats suggèrent que l'euro a favorisé les IDE dans les pays de la zone euro au-delà des seuls effets positifs générés par le marché unique de l'UE. De façon générale, l'effet positif moyen de l'euro sur l'ensemble des flux d'IDE intra-zone euro est estimé à environ 15 %, alors que l'incidence de l'euro sur les flux d'IDE en provenance des non-résidents de la zone euro se situe aux alentours de 7 %. Ces résultats semblent cohérents avec ceux présentés dans le graphique 3.

C'est dans le secteur manufacturier que l'euro semble avoir produit le plus d'effets. De fait, des estimations indiquent que dans ce secteur, l'euro a contribué à un accroissement moyen d'environ 160 % des activités de fusions et acquisitions transfrontières intra-zone¹⁰. De plus, l'effet estimé de l'euro sur les activités de fusions et acquisitions réalisées à l'initiative d'entreprises hors zone euro avec des entreprises de la zone euro correspond à une augmentation d'environ 80 %. Les secteurs qui en ont le plus bénéficié dans les pays de la zone euro par rapport aux IDE effectués par les non-résidents sont ceux des produits chimiques et du pétrole, du charbon, du caoutchouc et du plastique, ainsi que le matériel de transport. À l'inverse, dans le secteur des machines et des équipements, la part des activités de fusions au sein des pays de la zone euro a indéniablement diminué.

⁹ Cf. P. Petroulas (2007), *The effect of the euro on foreign direct investment*, European Economic Review, 51, S. Schiavo (2007), *Common currencies and FDI flows*, Oxford Economic Papers, 59, J. De Sousa et J. Lochar (2006), *Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach*, University of Paris 1, mimeo et H. Flam et H. Nordström (2007), *The Euro and Single Market impact on trade and FDI*, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, mimeo

¹⁰ Cf. N. Coeurdacier, R. A. De Santis et A. Aviat (2008), *Cross-border mergers and acquisitions: institutional and financial forces* (document présenté lors de la quarante-septième réunion de l'*Economic Policy Panel* à Ljubljana, avril 2008). Ces évaluations sont cohérentes avec d'autres études relatives à l'ensemble des IDE car les fusions et acquisitions transfrontières dans le secteur manufacturier entre pays industrialisés ne représentent que 30 % environ de l'ensemble de leurs activités à l'étranger et excluent certaines catégories d'IDE telles que les investissements *greenfield*, les bénéfices réinvestis et les opérations de prêts entre affiliés.

Dans le secteur des services, l'incidence estimée de l'euro sur les fusions et acquisitions transfrontières semble marginale, ce qui suggère que ces activités peuvent être entravées par les obstacles aux échanges transfrontières de services et par la réglementation du marché du pays cible¹¹. Ces résultats sont cohérents avec ceux présentés dans le graphique 4 et avec la faible croissance des échanges intra-zone de services, par rapport aux échanges extra-zone euro.

INCIDENCE DE L'UEM SUR LES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE TRANSFRONTIÈRES

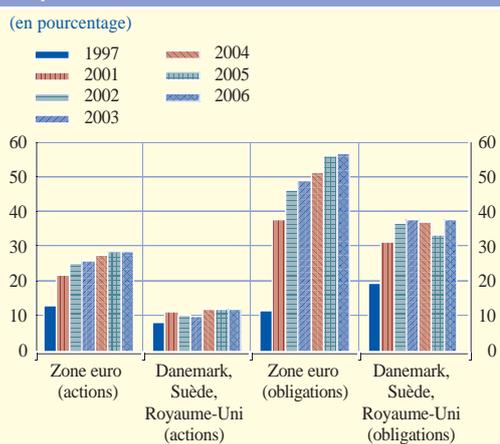
Les avoirs individuels sont souvent placés dans différents types de portefeuilles : en actions, c'est-à-dire sous forme d'investissement dans différentes entreprises, en obligations, qui sont des titres de dette portant intérêts, ou dans des fonds communs de placement, c'est à dire des supports gérés par des professionnels pour le compte d'investisseurs individuels. Si de tels instruments sont émis dans un pays autre que celui où l'investisseur est résident, alors l'investissement est considéré comme transfrontière et, dès lors, exposé à un risque de change.

L'euro a dopé l'activité transfrontière des investissements de portefeuille entre les pays de la zone euro en éliminant les risques de change et en favorisant la création de plates-formes de négociation communes (telles que celle offerte par Euronext, née de la fusion internationale des bourses d'Amsterdam, de Bruxelles, de Lisbonne et de Paris) et l'intégration d'infrastructures post-marché, ce qui a encore réduit les barrières à l'entrée dans le domaine des investissements de portefeuille.

Dans la majorité des pays, les gestionnaires de portefeuille sont souvent soumis à certaines formes de restrictions en ce qui concerne leurs activités de placement à l'étranger. Ainsi par exemple, les règles de congruence monétaire qui s'appliquent aux gestionnaires de portefeuille visent à réduire le risque de change. Depuis l'introduction de l'euro en janvier 1999, la règle de congruence monétaire dans la zone euro ne porte plus sur les monnaies nationales, mais sur l'euro. La plus grande flexibilité qui en résulte a permis aux différents gestionnaires de portefeuille des pays de la zone euro d'assurer une meilleure diversification des risques en achetant davantage d'actifs transfrontières de la zone euro.

En fait, les avoirs transfrontières intra-zone détenus par des résidents de la zone euro ont fortement augmenté au cours de la période 1997-2006 par rapport au total de leurs avoirs transfrontières : de 16 points de pourcentage pour les actions et de 46 points pour les titres à revenu fixe (cf. graphique 5). De plus, toutes les régions importantes du monde, ainsi que le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni, ont accru la part de leurs portefeuilles transfrontières investis en actifs de la zone euro au cours de cette période, même si ce n'est que dans une moindre mesure. Ceci suggère que l'euro pourrait avoir nettement encouragé les investissements de portefeuille intra-zone.

Graphique 5 Avoirs en portefeuille en actifs de la zone euro par rapport au total des avoirs en portefeuille internationaux, 1997-2006



Sources : BRI, FMI, Thomson DataStream, calculs de la BCE
Note : « Zone euro » correspond aux actifs transfrontières (actions ou obligations) intra-zone euro divisés par la somme des actifs transfrontières (actions ou obligations) intra et extra-zone euro. « Danemark, Suède et Royaume-Uni » correspond aux actifs (actions ou obligations) de la zone euro détenus par le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni divisés par le total de leurs avoirs transfrontières (actions ou obligations).

Les investissements de portefeuille transfrontières intra-zone ont fortement progressé à partir de 1999...

... en raison notamment de la levée des restrictions sur les placements à l'étranger.

¹¹ Étant donné que la réglementation sur les services relève encore de la compétence des États membres de l'UE, le marché communautaire des services reste à l'heure actuelle très fragmenté. Les restrictions en vigueur dans ce domaine pourraient avoir pesé sur les décisions des entrepreneurs en matière d'investissement, limitant de ce fait l'efficacité de l'allocation du capital au niveau international et à l'intérieur de la zone euro.

L'euro a accru les flux de portefeuille entre les pays de la zone euro.

De nombreuses raisons peuvent expliquer cette réallocation des portefeuilles d'actifs vers la zone euro depuis le lancement de l'euro : par exemple, la suppression du risque de change parmi les pays de la zone euro, une plus grande fluidité des transactions liée à la levée d'obstacles techniques, les bénéfices de la diversification résultant de la détention d'une grande variété d'actifs étrangers et le fait que la détention d'actifs de la zone euro par des gestionnaires de portefeuille internationaux était sans doute en 1998 déjà inférieure à l'*optimum* défini par certains principes économiques¹². D'après des estimations empiriques, l'adoption de l'euro a eu un rôle moteur dans la réallocation des portefeuilles vers des actifs en euros, évolution qui concerne tout autant les investisseurs non résidents que résidents de la zone euro. Après ajustement des variables précitées, l'incidence globale de l'euro sur les transactions bilatérales entre les différents pays de la zone euro les aurait conduits à augmenter la part de leurs actifs internationaux libellés en euros de 3,5 % pour les actions et 4,2 % pour les obligations et assimilés¹³. De plus, les pays hors zone euro ont, dans l'ensemble, accru la part de leurs investissements en obligations de la zone euro. Ces résultats semblent cohérents avec ceux qui sont présentés dans le graphique 5.

D'une manière générale, l'euro a favorisé la circulation du capital entre les pays membres de la zone euro, ce qui a permis une meilleure diversification des investissements et de la consommation des agents économiques de la zone.

5.3 RÔLE INTERNATIONAL DE L'EURO

L'euro est largement utilisé à l'extérieur de la zone euro.

L'euro possède une troisième dimension internationale, à savoir son utilisation à l'extérieur de la zone euro. Créée pour répondre aux besoins de la population de la zone euro, cette monnaie a également des conséquences pour les personnes physiques et les entreprises situées en dehors. Les ménages, les entreprises et les gouvernements hors zone euro peuvent choisir d'utiliser l'euro pour un grand nombre de leurs transactions économiques et financières quotidiennes. Ainsi, ils peuvent détenir des billets et des pièces en euros, ouvrir des comptes en banque en euros ou contracter des emprunts bancaires en euros, émettre des instruments financiers (tels que des obligations) libellés en euros, émettre des factures et des règlements internationaux en euros... De plus, les autorités de pays tiers peuvent choisir l'euro comme monnaie d'ancrage de leur régime de change ou décider d'investir une partie de leurs réserves de change en euros.

L'utilisation de l'euro par les non-résidents ne constitue pas un objectif de l'Eurosystème.

S'agissant de sa stratégie, l'Eurosystème a adopté une orientation neutre en ce qui concerne l'utilisation internationale de l'euro. Il ne considère pas l'internationalisation de l'euro comme un objectif et ne cherche ni à encourager, ni à décourager l'utilisation de celui-ci par les non-résidents de la zone euro. L'utilisation de la monnaie au-delà des frontières de la zone euro est, et doit rester, le résultat de développements économiques et financiers découlant de décisions privées (et parfois publiques) prises librement. Dans tous les cas, dans un environnement mondialisé où les systèmes financiers sont profondément intégrés et reposent sur le marché, les autorités n'ont qu'une influence limitée sur l'internationalisation d'une monnaie, quels que soient leurs souhaits à cet égard. L'approfondissement des marchés financiers, les incitations en faveur de l'intégration de ces marchés et la promotion de la stabilité des prix sont des exemples de politiques susceptibles de promouvoir indirectement l'utilisation d'une monnaie dans des pays tiers. L'utilisation d'une monnaie en tant que monnaie de réserve, par exemple, semble s'apparenter à de telles politiques¹⁴. Cependant, il est

12 Parmi les autres facteurs qui pourraient avoir affecté la réallocation des portefeuilles à l'échelle mondiale, citons : les rendements attendus et la volatilité des actifs entre les différentes économies, la tendance à investir dans des actifs nationaux (c'est-à-dire le degré de préférence pour les actifs nationaux), les prévisions de croissance économique, le cadre institutionnel, le taux de vieillissement de la population pays par pays, l'intensité des échanges commerciaux bilatéraux, les liens culturels, etc.

13 Cf. R. De Santis et B. Gerard (2006), *Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union*, Document de travail de la BCE n° 626 et R. De Santis (2006), *The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks*, Document de travail de la BCE, n° 678

14 Cf. M. Chinn et J. Frankel (2006), *Will the Euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?*, dans *G 7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, Richard Clarida (ed.), The University of Chicago Press, Chicago, et M. Chinn et J. Frankel (2008), *The Euro may over the next 15 years surpass the dollar as leading international currency*, NBER Working Paper n° 13909, avril 2008

clair également que les politiques de ce type ont des objectifs nationaux plutôt qu'internationaux.

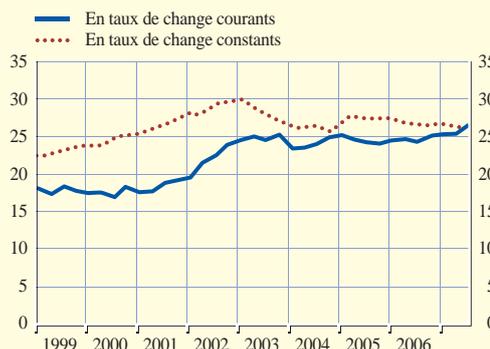
La politique de neutralité envers le rôle international de l'euro n'est en aucun cas le signe d'un manque d'intérêt de la part de l'Eurosystème. La BCE surveille et analyse le rôle international de l'euro et dresse un bilan de celui-ci dans des rapports publiés chaque année depuis 2001. Pourquoi un intérêt aussi soutenu ? L'une des raisons est que l'utilisation de la monnaie unique à l'extérieur de la zone euro peut avoir une incidence sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire et sur le contenu en informations des indicateurs utilisés conformément à la stratégie de cette politique. Deuxième raison : le rôle international de l'euro pourrait entraîner une répercussion des chocs financiers internationaux et des crises de change sur la zone euro. Enfin, le suivi de ce rôle international par la BCE fournit au grand public, ainsi qu'aux chercheurs universitaires s'intéressant aux questions monétaires internationales, une base de données unique et enrichie concernant l'utilisation de l'euro par les non-résidents.

Trois thèmes principaux se dégagent des examens annuels du rôle international de l'euro. Tout d'abord, si son rôle sur les marchés internationaux s'est renforcé au cours des années, l'évolution apparaît progressive et semble avoir atteint un palier sur certains segments de marché. Deuxièmement, cette dimension internationale résulte également du comportement des agents économiques de la zone euro. Troisièmement, ce rôle est concentré géographiquement sur les régions limitrophes de la zone euro.

Dès son origine, en 1999, l'euro était « international » simplement parce qu'il remplaçait onze devises existantes. Succédant au deutschemark et au franc français, il a immédiatement été utilisé comme monnaie de réserve par les banques centrales et comme monnaie d'ancrage de la politique de change par certains pays. Cependant, le rôle international de l'euro est aujourd'hui de plus grande ampleur. La part actuelle de l'euro dans les réserves officielles mondiales, par exemple, est plus élevée que la part cumulée de toutes les monnaies que l'euro a remplacées (en particulier celle du deutschemark) dans les réserves officielles mondiales fin 1998, soit environ 18 % à cette époque. De fait, selon le FMI, la part de l'euro dans les réserves de change mondiales ayant une ventilation par devises connue s'est accrue au cours des cinq premières années de l'Union économique et monétaire pour atteindre environ 25 %. Depuis lors, la part de l'euro est restée relativement stable (cf. graphique 6). Répondant à l'utilisation de l'euro en tant que monnaie de réserve internationale, en janvier 2005, l'Eurosystème a

Graphique 6 Part de l'euro dans les réserves de change mondiales

(en pourcentage des réserves dont la ventilation est connue)

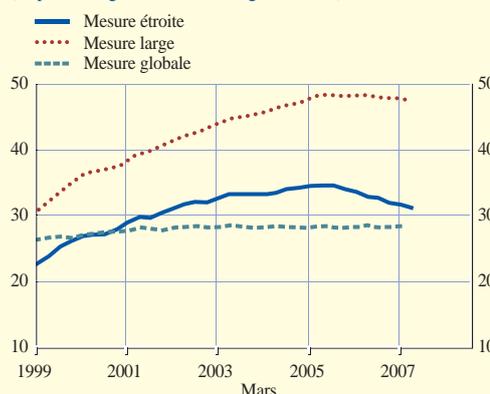


Sources : Base de données COFER du FMI et calculs de la BCE
Note : Les parts en taux de change constants sont exprimées selon les taux de change du troisième trimestre 2007.

La BCE suit attentivement le rôle international de l'euro.

Graphique 7 Part de l'euro dans l'encours de titres de créance internationaux

(en pourcentage, en taux de change constants)



Sources : BRI et calculs de la BCE
Note : Les parts en taux de change constants sont représentées selon les taux de change du troisième trimestre 2007. La mesure étroite des titres de créance internationaux est définie comme l'émission d'obligations et d'instruments du marché monétaire dans une devise différente de la devise de l'emprunteur. La mesure large complète la mesure étroite par l'émission de titres de créance libellés dans la devise de l'emprunteur, sous réserve que cette émission soit destinée au marché financier international. La mesure globale des titres de créance complète la mesure large par toutes les émissions domestiques destinées au marché domestique. Pour une présentation détaillée de ces mesures, cf. la publication de la BCE intitulée *Review of the international role of the euro*, juin 2007

Le rôle de l'euro dans les autres pays s'est accru de façon progressive.

Encours des émissions d'obligations internationales par région

(en pourcentage, 2007 T2)

	Zone euro	Danemark, Suède, Royaume-Uni	Nouveaux États membres	Europe hors UE	Amérique du Nord	Asie et Pacifique	Amérique latine	Centres financiers extraterritoriaux	Organisations internationales	Divers
EUR		44,7	3,1	3,8	23,6	5,5	2,0	10,0	6,3	1,0
USD	23,7	19,0	0,3	2,4	4,9	10,8	6,6	23,1	5,0	4,2
JPY	30,0	12,7	1,2	2,9	18,6	4,9	0,6	21,1	7,6	0,5

Sources : BRI et calculs de la BCE

introduit un cadre de gestion des réserves destiné aux banques centrales et aux autorités monétaires hors zone euro ainsi qu'aux organisations internationales.

Les résidents de la zone euro ont également une influence sur le rôle international de l'euro.

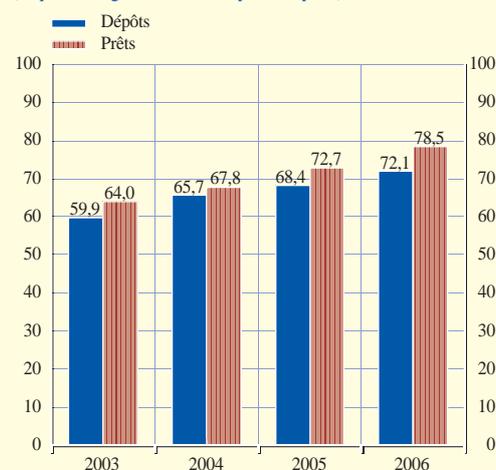
Une deuxième caractéristique du rôle international de l'euro est que ce rôle résulte, dans une certaine mesure, du comportement des agents économiques de la zone euro eux-mêmes. En d'autres termes, les utilisateurs nationaux de l'euro, c'est-à-dire les citoyens de la zone, exercent également une influence sur la place que leur monnaie occupe à l'échelle internationale. Ainsi, par exemple, les emprunteurs hors zone euro émettent de façon croissante des obligations en euros. De fait, la part de l'euro au sens « étroit » des titres de créance internationaux, c'est-à-dire à l'exclusion des émissions dans la monnaie nationale de l'émetteur, s'est accrue pour atteindre environ 31 % en juin 2007 (cf. graphique 7). Cependant, ces obligations n'ont pas été principalement achetées par des investisseurs hors de la zone euro. À vrai dire, plus de la moitié des titres libellés en euros et émis par des non-résidents ciblent une clientèle de résidents et, de fait, sont achetés par eux.

Le rôle international de l'euro est géographiquement concentré à proximité de la zone euro.

La dernière particularité du rôle international de l'euro — et peut-être la plus distinctive — est son caractère régional. Sur les marchés financiers internationaux, par exemple, les pays voisins de la zone euro choisissent naturellement l'euro comme monnaie de financement. Par exemple, des émetteurs résidant au Danemark, en Suède et au Royaume-Uni sont à l'origine d'une part significative de l'émission d'obligations internationales libellées en euros par des non-résidents (cf. tableau) et la City de Londres, grande place financière internationale, a développé ses opérations en euros parallèlement à celles en dollars des États-Unis¹⁵. De la même manière, tous les pays appliquant une politique de change liée à l'euro sont proches de la zone euro. Enfin, le degré de substitution de la monnaie est le plus élevé dans les nouveaux États membres de l'UE hors zone euro ainsi que dans les pays candidats ou potentiellement candidats de l'Europe du Sud-Est (cf. graphique 8). Dans ce contexte, l'Eurosystème a souligné que toute adoption unilatérale de la monnaie unique par le biais d'une « euroïsation » en dehors du cadre du Traité serait contraire au raisonnement économique sous-jacent de l'Union économique et monétaire, qui ne prévoit une adoption de l'euro qu'à l'issue d'une

Graphique 8 Dépôts/prêts libellés en euros en Europe centrale, orientale et du Sud-Est

(en pourcentage du total des dépôts/des prêts)



Sources : Banques centrales nationales et calculs des experts de la BCE
Notes : Moyennes non pondérées pour l'Albanie, la Bosnie-Herzégovine, la Croatie, la République tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, l'ancienne République yougoslave de Macédoine, la Serbie, la Slovaquie et la Turquie. Pour la Bosnie-Herzégovine, les données jusqu'à fin 2004 n'intègrent pas les prêts indexés sur l'euro.

15 Le rôle de l'euro dans la City de Londres est analysé dans la publication *Review of the International Role of the Euro* de la BCE, décembre 2003.

convergence structurée intervenant dans un cadre multilatéral ¹⁶. La BCE a également étudié attentivement les facteurs déterminants de l'augmentation des emprunts en monnaie étrangère dans les pays d'Europe centrale, orientale et du Sud-Est ¹⁷, et l'Eurosystème évalue en permanence le degré d'incidence que ces emprunts peuvent avoir sur la stabilité financière de ces pays ¹⁸.

Le caractère régional de l'utilisation internationale de l'euro résulte d'un ensemble de facteurs historiques, institutionnels et économiques. Sur le plan historique, dans la logique de la longue tradition des monnaies dont il est l'héritier (en particulier le deutschemark), l'euro est largement utilisé dans certaines parties du continent européen et dans les régions limitrophes. Sur le plan institutionnel, de nombreux pays voisins de la zone euro évoluent vers l'adoption de l'euro. Cela se vérifie dans les pays membres ne faisant pas partie de la zone euro et n'ayant pas signé de clause d'exemption, qui doivent entrer ultérieurement dans la zone euro. Cela se vérifie également chez les pays candidats ayant une perspective de moyen ou long terme de rejoindre l'Union européenne et d'adopter l'euro par la suite. Sur le plan économique, la zone euro est un partenaire commercial et financier majeur pour les pays concernés. Cependant, chaque pays aura plus ou moins intérêt — dans une grande mesure en fonction de sa situation spécifique — à suivre une cible de taux de change fixe par rapport à l'euro dès les premiers stades du processus de convergence. La convergence impliquant, à terme, une appréciation réelle du taux de change, plusieurs pays ont choisi d'axer leur politique monétaire sur la stabilité des prix intérieurs tout en permettant à leur taux de change nominal de s'apprécier par rapport à l'euro.

5.4 COOPÉRATION INTERNATIONALE

La BCE a tissé d'étroites relations avec des banques centrales et des organisations extérieures à la zone euro. Cette coopération internationale est assurée à la fois par des institutions multilatérales et par des contacts bilatéraux. Les activités de coopération internationale aident la BCE dans son suivi des évolutions économiques et financières hors zone euro. Les réunions internationales constituent des forums facilitant les échanges d'informations sur les développements récents, sur les perspectives économiques et sur les défis des politiques économiques à l'extérieur de la zone.

L'Eurosystème a développé une série d'outils destinés à intensifier sa coopération avec les principales banques centrales du monde. Il a mis en place un ensemble de séminaires de haut niveau avec les banques centrales de certaines régions, y compris la Banque de Russie, les banques centrales méditerranéennes participant au Processus de Barcelone, les banques centrales et les autorités monétaires du Conseil de coopération du Golfe (CCG) ainsi que des banques centrales d'Amérique latine et des régions Asie de l'Est-Pacifique. La BCE apporte en outre, sur demande, une assistance technique et des conseils et diffuse volontiers son expertise dans divers domaines, notamment la mise en œuvre de la politique monétaire, le contrôle bancaire et les systèmes de paiement. Dans ce contexte, le parcours de l'Europe vers l'Union économique et monétaire et, en particulier, la mise en place d'un système de banque centrale supranational, sert fréquemment d'exemple et de source d'inspiration à d'autres régions du monde.

La BCE joue un rôle clé dans un certain nombre d'organisations et de forums multilatéraux. Au Fonds monétaire international (FMI), institution axée sur les pays, la BCE a reçu le statut d'observateur, ce qui signifie qu'elle peut participer aux réunions du Conseil d'administration du FMI lorsque des sujets

Coopération multilatérale
et bilatérale

FMI, G 7, G2 0, FSF et BRI

¹⁶ Cf. le communiqué de presse de la BCE, *Position de principe du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne concernant les questions de taux de change relatives aux pays adhérents*, décembre 2003

¹⁷ La publication de la BCE *Review of the International Role of the Euro* (juin 2007) présente une analyse détaillée des phénomènes de substitution de la monnaie nationale dans les pays d'Europe centrale, de l'Est et du Sud-Est.

¹⁸ Cf. BCE, *Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Acceding and Candidate Countries*, Études concernant des sujets spécifiques n° 48, juillet 2006

liés à l'Eurosystème sont à l'ordre du jour. De plus, le président de la BCE est invité à participer — en tant qu'observateur — aux réunions semestrielles du Comité monétaire et financier international, qui fournit des orientations politiques aux travaux du FMI. Le président de la BCE participe en outre, avec le président de l'Eurogroupe, aux réunions des ministres et gouverneurs du G 7. La BCE participe aussi aux réunions de deux forums créés par le G 7 en 1999 : celles du groupe des vingt ministres des Finances et gouverneurs de banque centrale (G 20), qui regroupent des représentants d'économies de marché développées et émergentes autour de problèmes de politique économique et financière internationale, et celles du Forum sur la stabilité financière (FSF) qui évalue les vulnérabilités potentielles du système financier international. En outre, la BCE participe aux réunions de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), une institution également axée sur les pays, en tant que membre de la délégation de l'UE.

La Banque des règlements internationaux (BRI) revêt une importance particulière. Il s'agit de la « banque des banques centrales ». Elle assure le secrétariat des diverses réunions des banques centrales, y compris celles des gouverneurs du Groupe des Dix. La BCE est devenue membre de certains comités de la BRI qui ont un lien avec ses activités depuis novembre 1999 et en est actionnaire depuis 2005. Le président de la BCE participe aux réunions des gouverneurs du G 10 et, depuis fin 2003, les préside à titre personnel. Le G 10 coiffe également un certain nombre de comités permanents et de groupes de travail *ad hoc* dont fait également partie la BCE ¹⁹.

5.5 ENSEIGNEMENTS ET PROCHAINES ÉTAPES

Depuis 1998, le degré d'ouverture de la zone euro au commerce mondial et aux marchés financiers internationaux s'est progressivement accru, parallèlement à un développement significatif des échanges commerciaux et des investissements intra-zone euro. L'euro a eu un effet positif sur les échanges de la zone ; il a notamment stimulé les exportations de nouveaux produits et réduit, dans une certaine mesure, les coûts d'exportation. Ces résultats concordent avec certains signes de changement induits par l'euro au niveau des politiques de prix appliquées par les entreprises, ce qui semble avoir encouragé la convergence des prix à l'intérieur de la zone euro. Cette évolution a ensuite exercé une pression à la baisse sur les prix à l'exportation à l'intérieur de la zone euro. Enfin, l'euro a stimulé la concurrence intérieure au sein des pays ayant adopté la monnaie unique, ce qui a accru la compétitivité de leurs entreprises et semble indiquer qu'une concurrence plus intense peut également être à l'origine d'une dynamique de convergence des prix marchands.

En ce qui concerne les flux de capitaux, la mise en place de l'UEM a constitué un changement institutionnel fondamental pouvant expliquer les importantes réallocations de capitaux constatées. Pour les investissements directs, des résultats empiriques suggèrent que l'euro a favorisé les flux d'IDE entre les pays de la zone euro et a joué un rôle de catalyseur des fusions et acquisitions dans le secteur manufacturier. Les pays de la zone euro ont bénéficié d'un formidable essor des fusions et acquisitions intra-zone dans ce secteur, tandis que le secteur des services n'a pas encore pleinement bénéficié de l'intégration financière de l'Europe. À l'avenir, cela signifie également que d'autres fusions et acquisitions seront susceptibles de survenir si les barrières transfrontières sont éliminées dans le secteur des services. En ce qui concerne les investissements de portefeuille, outre l'élimination du risque de change, l'adoption de l'euro a accéléré l'allocation transfrontière des activités de portefeuille intra-zone euro à la fois sur le marché des actions et sur celui des obligations, aidée en cela par des facteurs tels que la réduction des coûts des opérations en capital, des financements par obligations et bancaires,

¹⁹ Les quatre principaux sont : le Comité de Bâle, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, le Comité sur le système financier mondial et le Comité des marchés.

l'utilisation de plates-formes de négociation communes ainsi que la fusion transfrontière des bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris (pour former Euronext).

L'introduction de l'euro a également eu des incidences sur le système financier international en créant une nouvelle monnaie pouvant être utilisée sur les marchés internationaux. Dès son introduction en 1999, l'euro a acquis d'emblée un statut international en se substituant aux anciennes monnaies nationales. Depuis lors, son rôle sur les marchés internationaux s'est quelque peu accru, bien qu'à un rythme très progressif. Cela rejoint les conclusions des publications économiques selon lesquelles le rôle international des monnaies a tendance à évoluer lentement, dépend de facteurs historiques et institutionnels et se caractérise par des effets de réseaux.

Ces dimensions internationales de la zone euro mettent en évidence la nécessité d'une coopération internationale avec les banques centrales du monde entier. Au cours des dix dernières années, l'Eurosystème a donc établi un dialogue étroit avec les banques centrales de diverses régions du monde, en organisant par exemple des séminaires de haut niveau de l'Eurosystème et en développant des relations bilatérales étroites avec les principales banques centrales telles que le Système fédéral de réserve des États-Unis et la Banque du Japon. Parallèlement, la BCE participe aux réunions menées sous l'égide d'un certain nombre d'organisations et de forums internationaux, y compris du FMI, du G 7, du G 20 et de la BRI.



6 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

Il existe plusieurs raisons, liées aux principales activités de l'Eurosystème, qui expliquent pourquoi l'intégration financière revêt un intérêt certain à ses yeux. D'abord et avant tout, un système financier bien intégré contribue à une transmission aisée et efficace de la politique monétaire à l'ensemble de la zone euro. Deuxièmement, l'intégration financière est très importante pour permettre à l'Eurosystème de remplir la mission qui lui incombe, à savoir, contribuer à la stabilité financière, car elle accroît les opportunités de répartition et de diversification des risques ainsi que la liquidité des marchés financiers. Cela étant, un système financier intégré augmente les risques de propagation des turbulences financières au-delà des frontières. Troisièmement, l'objectif d'intégration financière est étroitement lié à la mission de l'Eurosystème qui consiste à garantir le bon fonctionnement des systèmes de paiement et, partant, la bonne compensation des titres et le bon règlement des opérations. Des systèmes de paiement et de règlement plus intégrés fonctionneront à la fois de manière plus efficace et efficiente étant donné le rôle central qu'ils jouent dans le transfert des flux financiers, car ils sont la clé du processus d'intégration financière. Enfin, l'intégration financière joue un rôle important pour que le système financier alloue efficacement, dans le temps et dans l'espace, les ressources des intervenants de marché qui bénéficient d'un excédent de liquidité à ceux qui ont un besoin de liquidité, ce qui, en définitive, contribue à une croissance économique plus forte et durable.

Par conséquent, l'Eurosystème soutient la poursuite de l'intégration financière en Europe et notamment dans la zone euro. En particulier, l'Eurosystème a pour objectif d'évoluer — conformément à la définition de la BCE en matière d'intégration financière — vers un marché financier unique au sein de la zone euro et dans lequel tous les intervenants de marché potentiels (i) sont soumis à un ensemble de règles uniformes lorsqu'ils décident d'acheter ou de vendre les instruments ou services financiers sous-jacents, (ii) bénéficient d'une égalité de traitement en ce qui concerne l'accès aux instruments ou services financiers et (iii) sont traités équitablement lorsqu'ils réalisent des opérations financières sur ce marché.

Ce chapitre présente les progrès de l'intégration financière dans la zone euro et la contribution respective de l'Eurosystème. Il est structuré comme suit : la section 6.1 décrit les activités de l'Eurosystème en vue de promouvoir l'intégration financière, la section 6.2 dresse un bilan de l'intégration financière en Europe dix ans après l'introduction de l'euro, la section 6.3 évalue les principales forces et faiblesses du processus d'intégration financière en soulignant le rôle de l'Eurosystème, la section 6.4 sert de conclusion.

6.1 ACTIVITÉS DE L'EUROSYSTÈME EN FAVEUR DE L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

L'Eurosystème considère que l'intégration financière est d'abord et avant tout un processus de marché. Selon la disposition générale visée à l'article 105 (1) du traité sur l'Union européenne, l'Eurosystème doit fonctionner « conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, favorisant une allocation efficace des ressources ». Étant donné ses missions de banque centrale et son rôle d'intervenant de marché actif qui entretient de nombreuses relations avec les autres acteurs financiers, l'Eurosystème peut agir en faveur de la promotion de l'intégration européenne.

Conformément à sa position de principe, selon laquelle le processus d'intégration financière doit résulter de l'action des marchés, l'Eurosystème considère que le rôle des politiques publiques doit être limité en la matière. Les mesures adoptées ne doivent pas, en particulier, promouvoir un niveau ou un type spécifique d'activité transfrontière, car seuls les intervenants de marché sont en mesure de développer des stratégies sous-jacentes, de prendre les décisions d'investissement correspondantes et d'assumer la responsabilité des conséquences économiques. Le processus d'intégration financière est, en outre, affecté par un certain nombre de facteurs qui se situent au-delà des attributions des politiques publiques, comme l'éloignement géographique (et les obstacles liés en matière d'information), les différences culturelles et linguistiques et les habitudes de consommation. Néanmoins, le secteur public a un rôle important à

L'intégration financière est un processus de marché...

... mais les politiques publiques peuvent promouvoir sa progression.

L'Eurosystème facilite le processus d'intégration financière...

... en améliorant la connaissance, la prise de conscience et le suivi des progrès réalisés...

... en donnant des conseils sur le cadre législatif et réglementaire...

jouer en la matière, grâce à la réduction des obstacles institutionnels. Le secteur public doit fournir un cadre juridique, réglementaire, fiscal et de contrôle qui renforce l'égalité de traitement et d'accès des intervenants de marché au sein de l'UE.

L'Eurosystème facilite le processus d'intégration financière selon quatre axes principaux, notamment (i) en améliorant la connaissance, la prise de conscience et le suivi des progrès réalisés dans le domaine de l'intégration financière au sein de la zone euro, (ii) en donnant des conseils sur le cadre législatif et réglementaire du système financier, (iii) en agissant comme catalyseur des activités du secteur privé qui facilite les actions collectives et (iv) en fournissant des services de banque centrale qui favorisent l'intégration financière.

Les prérequis pour une action ciblée favorisant l'intégration financière sont : une analyse précise du degré d'intégration financière européenne et une étroite surveillance de son évolution dans le temps. Par conséquent, la BCE a cherché à mesurer le degré d'intégration financière de la zone euro à travers des indicateurs de prix et de quantité. Les indicateurs de prix mesurent les écarts entre les prix des actifs selon leur origine géographique. Dans un marché parfaitement intégré, les prix des actifs ayant des caractéristiques similaires doivent être principalement influencés par des facteurs communs. Les indicateurs de quantité sont utilisés pour savoir dans quelle mesure les investisseurs ont internationalisé leurs portefeuilles pour exploiter les opportunités de diversification qui résultent de l'accroissement de l'intégration financière¹.

En septembre 2005, la BCE a publié un premier ensemble de vingt indicateurs qui a depuis été enrichi. En mars 2007, ces indicateurs ont été présentés lors de la première publication du rapport annuel de la BCE sur l'intégration financière en Europe² ; ils sont mis à jour semestriellement sur le site internet de la BCE. L'enrichissement de cette liste d'indicateurs, qui dépend des progrès de la recherche et de l'analyse économique et d'une meilleure disponibilité des statistiques, est en cours et concerne les fonds de placement, les véhicules de titrisation, les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

Outre le rapport annuel de la BCE sur l'intégration financière, un certain nombre d'autres publications régulières ou *ad hoc* fournissent des informations sur les progrès de l'intégration financière. Par exemple, le rapport annuel de la BCE sur les évolutions structurelles du secteur bancaire de l'UE, préparé par le Comité de la surveillance bancaire du SEBC, offre une analyse approfondie des évolutions structurelles des activités bancaires transfrontières. Tirant parti de ses connaissances et de son expérience d'intervenant de marché, la BCE parraine également des travaux de recherche coordonnés avec d'autres membres de l'Eurosystème et des universitaires. À titre d'exemple significatif, on peut citer le réseau de recherche commun sur les marchés de capitaux et l'intégration financière en Europe, qui est parrainé par la BCE et le Centre des études financières de Francfort³.

En s'assurant que le cadre législatif et réglementaire des services financiers réduit les obstacles aux opérations transfrontières et garantit des conditions de concurrence équitables aux acteurs financiers, l'Eurosystème contribue activement au développement du cadre européen des services financiers en donnant des conseils sur les principales réflexions et initiatives stratégiques. Ce travail met l'accent sur les questions concernant les missions statutaires de l'Eurosystème qui sont définies dans l'article 105 du Traité et visent notamment à favoriser, sans porter préjudice à l'objectif de stabilité des prix, les politiques économiques générales de la Communauté, afin de promouvoir le fonctionnement normal des systèmes

1 Cf. L. Baele et al., *Measuring financial integration in the euro area*, Étude n° 14 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques, mai 2004

2 Auparavant, la BCE avait expliqué son travail dans le domaine de l'intégration financière dans deux articles du *Bulletin mensuel* intitulés *L'intégration des marchés financiers européens* (octobre 2003) et *La contribution de la BCE et de l'Eurosystème à l'intégration financière européenne* (mai 2006).

3 Cf. <http://www.eu-financial-system.org>

de paiement et de faciliter la conduite des politiques relatives au contrôle prudentiel des établissements de crédit et à la stabilité du système financier.

Même si le cadre de l'action publique doit favoriser l'intégration financière, la progression de celle-ci dépend avant tout de l'action du secteur privé qui doit chercher à profiter pleinement des opportunités transfrontières existantes. À cet égard, la concurrence entre les acteurs financiers est un élément moteur de cette intégration. De même, les actions collectives efficaces peuvent être importantes, en particulier lorsque des normes et des pratiques de marché hétérogènes gênent le processus d'intégration financière. L'Eurosystème peut, à cet égard, aider les intervenants de marché à surmonter les problèmes de coordination.

La fourniture de services de banque centrale constitue un autre moyen par lequel l'Eurosystème cherche à faire avancer l'intégration financière. Même si le principal objectif de ces services est de permettre à l'Eurosystème de réaliser ses missions de banque centrale, il veille très attentivement à ce que, dans la mesure du possible, ces services favorisent l'intégration financière.

Le tableau 1 donne un aperçu de certaines opérations clés de l'Eurosystème en faveur de l'intégration financière⁴.

4 Des informations plus détaillées sont fournies dans le rapport annuel de la BCE sur l'intégration financière en Europe.

Tableau 1 Principales activités de l'Eurosystème en matière d'intégration financière

Sujet	Principaux objectifs et état d'avancement
Améliorer la connaissance, sensibiliser et suivre les avancées	
Rapport annuel de la BCE sur l'intégration financière en Europe	Publié pour la première fois en 2007 avec pour objectif d'informer sur l'état de l'intégration financière en Europe, de promouvoir les avancées et de sensibiliser le public sur le rôle de l'Eurosystème dans le soutien du processus d'intégration.
Développement d'indicateurs de l'intégration financière dans la zone euro	Première gamme d'indicateurs publiée en 2005 avec pour objectif d'évaluer et de suivre l'état de l'intégration financière dans la zone euro. Depuis, mises à jour semestrielles et extension de la gamme de ces indicateurs. D'autres améliorations sont en cours.
Fournir des conseils au sujet du cadre législatif et réglementaire	
Stratégie globale de l'UE en matière de services financiers	Développer et mettre en œuvre (i) le Plan d'action pour les services financiers de 1999 afin de mettre à jour le cadre réglementaire de l'UE et le renforcer et (ii) la stratégie de suivi correspondante pour la période 2005-2010. La mise en œuvre de celle-ci est en cours.
Cadre institutionnel de l'UE pour la réglementation et la surveillance financières	Garantir le bon fonctionnement du cadre Lamfalussy. Un premier réexamen complet de ce cadre a été réalisé en 2007 ; le développement des mesures de suivi est en cours.
Infrastructure de compensation et de règlement-livraison de titres de l'UE	Mettre en place une infrastructure intégrée, sûre et efficace pour les activités de post-marché et supprimer les obstacles transfrontières. Diverses initiatives sont en cours qui visent, notamment, à développer un cadre commun pour la réglementation, la supervision et la surveillance des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres (SEBC-CERVM).
Jouer un rôle de catalyseur pour les initiatives du secteur privé	
Espace unique de paiement en euros (SEPA)	Projet visant à réaliser, d'ici 2010, un marché entièrement intégré des services de paiement de détail dans la zone euro sans distinction entre les paiements transfrontières et nationaux. Le SEPA a officiellement démarré en janvier 2008.
Initiative STEP (<i>Short-Term European Paper Initiative</i>)	Développement d'un marché paneuropéen des titres à court terme grâce au respect par les intervenants de marché, sur une base volontaire, d'un ensemble de normes fondamentales communes. STEP a démarré en juin 2006.
Taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia)	Création d'un taux d'intérêt de référence pour les dépôts interbancaires en blanc au jour le jour. Calculé régulièrement depuis 1999.
Proposer des services de banque centrale qui favorisent également l'intégration financière	
TARGET et TARGET2	Avec TARGET, en 1999, mise en place par l'Eurosystème d'un mécanisme de règlement brut en temps réel des paiements de montant élevé pour la zone euro ; nouvelle étape vers une plate-forme partagée unique avec le lancement de TARGET2 en 2007.
TARGET2- <i>Securities</i>	Initiative lancée par l'Eurosystème en 2006 afin de proposer une plate-forme unique permettant le règlement des titres en monnaie de banque centrale en Europe. Une décision définitive sera prise sur ce projet mi-2008.
Modèle de banque centrale correspondante (CCBM)	Dispositif permettant le transfert transfrontière des garanties au sein de l'Eurosystème créé en 1999 et dans lequel les banques centrales agissent en qualité de « correspondants » les uns vis-à-vis des autres et de la BCE. Une initiative pour une plate-forme partagée unique (CCBM2) est en cours depuis 2007.

... en agissant comme catalyseur des activités du secteur privé...

... et en fournissant des services de banque centrale qui renforcent l'intégration financière.

**Tableau 2 État de l'intégration financière dans la zone euro :
vue d'ensemble des principaux compartiments des marchés financiers**

Marché	Intégration	Infrastructures liées
Marchés monétaires		
Marché interbancaire en blanc	« Quasiment parfaite »	Marché monétaire sur lequel les transactions se font sans garanties : totalement intégrées
Marché monétaire avec échange de garanties	Avancée	Marché monétaire avec échange de garanties : partie <i>cash</i> totalement intégrée ; partie garanties entravée par la fragmentation (cf. Marchés obligataires).
Marchés obligataires		
Marchés des emprunts publics	Très avancée	Fragmentées
Marchés des obligations privées	Assez bonne	Fragmentées
Marchés boursiers		
	Faible	Très fragmentées
Marchés bancaires		
Activités de gros	Bien avancée	Totalement intégrées
Activités liées aux marchés de capitaux	Avancée	Fragmentées
Banque de détail	Très faible	Très fragmentées

6.2 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE DIX ANS APRÈS L'INTRODUCTION DE L'EURO

APERÇU

Progression considérable de
l'intégration financière

Les indicateurs d'intégration financière de la BCE révèlent que les progrès obtenus dans la zone euro varient considérablement selon les segments de marché. L'intégration est en particulier plus avancée sur les segments de marché étroitement liés à la politique monétaire unique. En outre, cela dépend aussi du degré d'intégration des différentes infrastructures financières. Le tableau 2 donne un aperçu du degré d'intégration financière de la zone euro sur les principaux segments de marché.

Les sections suivantes fournissent une évaluation approfondie du degré d'intégration financière des marchés monétaires, obligataires, boursiers et des marchés bancaires, et mettent en évidence les principales lacunes.

Encadré 6

CONCLUSIONS PRÉLIMINAIRES DES TRAVAUX DE LA BCE SUR LE DÉVELOPPEMENT FINANCIER

Certaines frictions peuvent persister sur les marchés financiers même si l'intégration financière est achevée. Le développement financier contribue à surmonter ces frictions. Il peut être compris comme un processus d'innovation financière et d'amélioration institutionnelle et organisationnelle du système financier, qui réduit les informations asymétriques, augmente la complétude des marchés, diminue les coûts de transaction et renforce la concurrence.

Alors que le développement financier et l'intégration financière sont étroitement liés, et que tous deux ont une influence positive sur l'efficacité des systèmes financiers, ils sont également distincts dans le sens où ils décrivent différents processus économiques. Par exemple, des problèmes de sélection adverse parmi les investisseurs nuisant à l'allocation efficiente des capitaux peuvent persister même dans un marché complètement intégré. Ainsi, le développement du système financier est complémentaire de l'intégration financière pour renforcer l'efficacité des marchés financiers.

Évaluation complémentaire
de l'état du développement
financier

Dans ce contexte, la BCE a lancé un programme de travail analytique pour spécifier le concept de développement financier et pour définir des indicateurs quantitatifs mesurant l'état du développement du système financier. Un premier groupe d'indicateurs a été présenté dans l'édition 2008 du rapport de la BCE sur l'intégration financière en Europe¹.

Le développement financier est un domaine de recherche en évolution permanente et, par conséquent, tous les aspects d'un système financier peuvent ne pas être appréhendés en totalité par les indicateurs quantitatifs. Par exemple, alors que les lois et les règles formelles sont faciles à mesurer, les règles et les pratiques informelles peuvent jouer un rôle tout aussi important. De plus, les informations portant sur les opérations de marché de gros sont souvent disponibles, mais il est difficile de disposer de données portant sur les activités de détail, davantage fondées sur une relation bilatérale.

Malgré ces restrictions, les indicateurs disponibles dénotent un certain degré d'hétérogénéité entre les marchés et les pays de la zone euro. Les principales différences sont liées au degré d'efficacité juridique, au type et au développement de la titrisation, à l'importance des activités de négociation sur les marchés boursiers et au nombre d'opérations scripturales par tête.

Par rapport au groupe des pays de référence, le système financier de la zone euro soutient en moyenne la comparaison, tout en se situant en retrait par rapport au Royaume-Uni et aux États-Unis, qui réalisent de très bons résultats pour la plupart des indicateurs. Ces résultats confirment qu'il est nécessaire de poursuivre les réformes structurelles des secteurs financiers de la zone euro et qu'il est utile de suivre à la fois l'intégration financière et le développement financier.

¹ Cf. l'étude spécifique intitulée *Financial development: concept and measures* dans l'édition 2008 du rapport de la BCE, qui s'appuie sur de précédentes publications de la BCE dans ce domaine, notamment le papier de P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou et M. Lo Duca, *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, Étude n° 72 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques, septembre 2007, et l'article intitulé *Comment évaluer la performance des systèmes financiers* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2005

MARCHÉS MONÉTAIRES

Le marché monétaire de la zone euro — le segment de marché le plus étroitement lié à la politique monétaire unique — a atteint un degré d'intégration « presque parfait » juste après l'introduction de l'euro. L'écart type entre les taux Eonia des différents pays de la zone euro a sensiblement baissé jusqu'à être proche de zéro à la suite de l'introduction de l'euro et est resté stable depuis (cf. graphique 1).

Il existe une exception significative au degré élevé d'intégration des marchés monétaires de la zone euro : il s'agit du segment des titres de créance négociables à court terme (par exemple, les billets de trésorerie et les certificats de dépôt), qui est resté beaucoup plus fragmenté.

L'apparition des problèmes de liquidité sur le compartiment à court terme du marché monétaire, qui est due aux turbulences sur les marchés de capitaux internationaux pendant la seconde moitié de l'année 2007, a eu un impact sur la volatilité des taux à très court terme du marché monétaire, notamment sur les taux au jour le jour. Cela s'explique probablement par l'augmentation de la volatilité du risque de crédit des contreparties bancaires, plutôt que par le niveau élevé de fragmentation ou le faible degré d'intégration de ce marché.

MARCHÉS OBLIGATAIRES ET BOURSIERS

Avant l'introduction de l'euro, plusieurs facteurs ont constitué des obstacles au développement des activités financières transfrontières, en particulier le risque de change, les écarts de taux d'inflation et

Les marchés monétaires
sont presque complètement
intégrés...

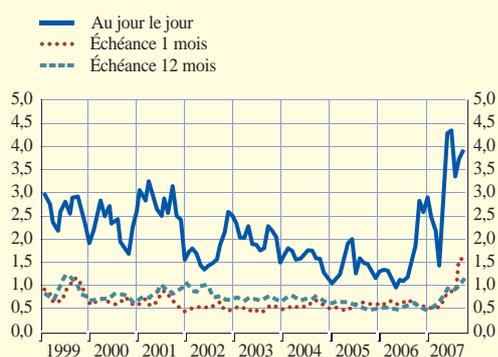
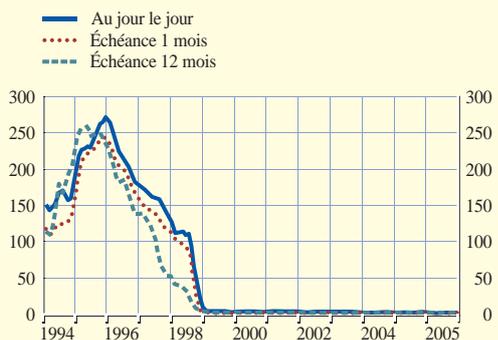
... à l'exception du
compartiment des titres
de créance à court terme.

Des signes clairs
d'intégration...

... en particulier sur les marchés des titres d'État

Graphique | Écart type des taux moyens des prêts interbancaires en blanc entre les différents pays de la zone euro

(moyenne mobile sur 61 jours ; en points de base)



Sources : FBE et calculs de la BCE

Progression sur les marchés d'obligations de société...

de taux d'intérêt entre les pays, les coûts élevés de transaction pour les opérations financières dans des devises différentes et les restrictions relatives aux opérations en devises pour les investisseurs et les intermédiaires. L'adoption de l'euro a supprimé ces obstacles et donné une impulsion à l'intégration des marchés de valeurs mobilières, quoique à des degrés divers selon les segments de marché.

Les progrès de l'intégration financière les plus rapides ont été ceux observés sur le marché des titres d'État, où les rendements ont convergé et résultent de plus en plus de facteurs communs, même si des facteurs spécifiques — comme la liquidité des marchés secondaires et l'existence de marchés dérivés développés qui sont dépendants des différents marchés obligataires — continuent de jouer un rôle. La persistance de divergences peut également refléter des différences (perçues) de risques de crédit, ce qui toutefois ne saurait être interprété comme la marque d'une intégration insuffisante⁵.

De même, l'avènement de l'union monétaire a également fait progresser l'intégration du marché des obligations de société car les différents marchés, qui étaient précédemment segmentés par

l'existence de devises d'émission différentes, ont évolué vers un marché unique et diversifié en euros. Ainsi, les facteurs spécifiques à chaque pays sont devenus moins importants lors de la détermination des prix des obligations de société et des *spreads*.

L'évolution de la composante transfrontière des portefeuilles confirme également que les marchés des titres d'État et des obligations de société sont très bien intégrés. Par exemple, la détention d'obligations transfrontières à long terme a augmenté de manière significative au cours des dix dernières années. Dans les portefeuilles des institutions financières monétaires⁶, ces obligations sont passées d'environ 15 % en 1999 à presque 40 % des encours en 2007 (cf. graphique 2). En outre, la détention d'obligations émises par des sociétés non financières, qui était très faible, a connu une hausse significative qui laisse à penser que les investisseurs ne cessent de diversifier leurs portefeuilles au sein de la zone euro.

... et, à un degré moindre, sur les marchés d'actions

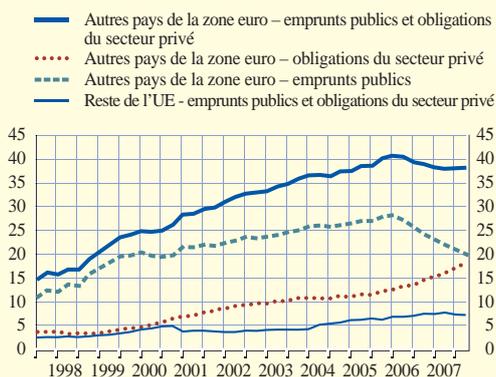
L'intégration des marchés d'actions est moins marquée, mais elle montre des signes d'amélioration. Depuis le début des années quatre-vingt-dix, l'intégration des marchés d'actions a progressé plus rapidement dans la zone euro que dans le reste du monde, même si des chocs locaux expliquent toujours l'essentiel de la variance des taux de rendement (cf. graphique 3). Entre 1997 et 2005, les investisseurs de la zone euro ont

5 L'importante augmentation des *spreads* souverains de la zone euro par rapport aux emprunts de référence allemands depuis juillet 2007 semble avoir été principalement causée par des problèmes de liquidité liés aux turbulences des marchés de capitaux, plutôt que par des différences de risques de crédit souverain.

6 Les IFM comprennent les institutions financières qui forment, globalement, le secteur émetteur de monnaie de la zone euro. Elles incluent l'Eurosystème, les établissements de crédit résidents 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 est principalement constitué par les OPCVM monétaires.

Graphique 2 Composante transfrontière de la détention par les IFM de titres de créance émis par les non-IFM de la zone euro et de l'UE : encours ventilés selon le pays de résidence de l'émetteur

(en pourcentage du total des encours, hors Eurosysteme)



Source: BCE

doublé leurs avoirs en actions émises dans d'autres pays de la zone euro, qui représentent désormais 29 % de leur portefeuille d'actions de la zone euro, tandis que la part des actions de la zone euro détenue en dehors de la zone euro est restée plus faible et n'a que légèrement augmenté.

MARCHÉS BANCAIRES

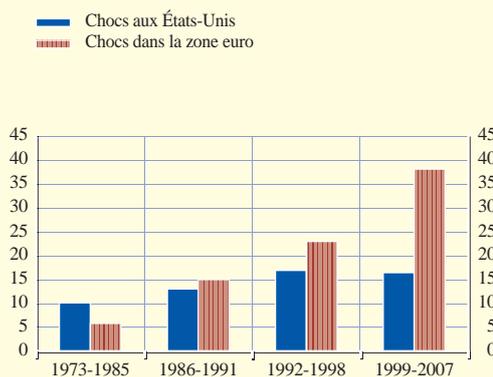
Même si les marchés bancaires de la zone euro affichent clairement une augmentation de l'intégration pour les paiements de montant élevé et pour les opérations relatives aux marchés de capitaux, le segment de la banque de détail est resté plus fragmenté. La dispersion géographique au sein de la zone euro des taux d'intérêt bancaires, en particulier pour les prêts à la consommation, est restée relativement élevée (cf. graphique 4).

Les écarts de taux d'intérêt bancaires peuvent refléter plusieurs facteurs, comme des situations différenciées selon les pays (risque de crédit et de taux d'intérêt, taille des entreprises, structure industrielle et niveau de développement du marché des capitaux), des facteurs institutionnels (fiscalité, réglementation, contrôle bancaire et protection des consommateurs) et des structures financières (l'importance relative de l'intermédiation bancaire par rapport aux financements de marché et la concurrence existant entre ces deux types de financement)⁷. Malgré ces différences significatives, il existe néanmoins des indications témoignant d'un processus de convergence progressif.

⁷ Cf. le rapport de la BCE intitulé *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, publié en septembre 2006

Graphique 3 Part de la variance des rendements des portefeuilles d'actions s'expliquant par des chocs locaux ayant affecté la zone euro et les États-Unis

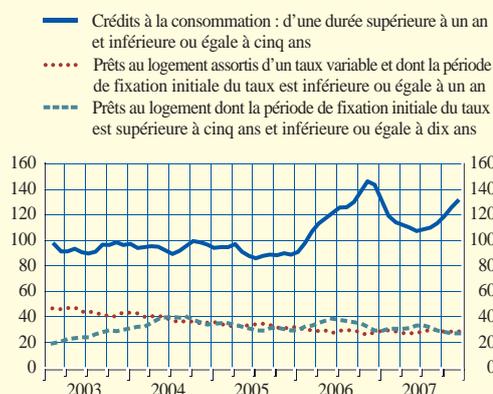
(en pourcentage)



Sources : Thomson Financial Datastream et calculs de la BCE

Graphique 4 Écart type entre pays des taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts aux ménages

(en points de base)



Source : BCE

Progression globale, mais intégration de la banque de détail en retard

6.3 CATALYSEURS ET OBSTACLES AU PROCESSUS D'INTÉGRATION FINANCIÈRE

6.3.1 MARCHÉS MONÉTAIRES

L'INTÉGRATION DES INFRASTRUCTURES FINANCIÈRES, ÉLÉMENT MOTEUR DU PROCESSUS

La forte intégration des systèmes de paiement de montant élevé est l'un des facteurs clés qui ont permis de réaliser durablement l'intégration des marchés monétaires. Cela a permis d'assurer un traitement sûr et efficace des opérations de paiement interbancaires au sein de la zone euro.

Avant le lancement de l'euro, les pays qui s'apprêtaient à former la zone euro disposaient tous de leurs propres monnaies, politiques monétaires, marchés monétaires et infrastructures de paiement et de règlement. Bien que ces marchés et infrastructures nationales aient correctement fonctionné pendant de nombreuses décennies, ils n'étaient cependant pas suffisants pour répondre aux besoins de la nouvelle zone euro. Leur fragmentation et un manque d'infrastructures communes ont freiné le développement des activités transfrontières. Il était évident que ces infrastructures de marché fragmentées ne seraient pas suffisantes pour mettre en œuvre la politique monétaire de la BCE et assurer le fonctionnement du marché monétaire en euros. Ainsi, il a été décidé de développer de nouveaux dispositifs : le premier, le système TARGET⁸, pour les règlements en monnaie de banque centrale des paiements en euros et le second, le modèle de banque centrale correspondante (CCBM), pour la mobilisation transfrontière des actifs remis en garantie dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème.

La banque centrale est la « banque des banques ». Lorsque les banques effectuent des paiements de montant élevé avec d'autres banques, elles préfèrent régler ces opérations dans les livres de la banque centrale afin d'éviter d'être exposées au risque de crédit interbancaire. Dans un système de règlement brut en temps réel, les paiements sont effectués en monnaie de banque centrale, ils ont un caractère définitif au cours de la journée d'échange et les fonds sont immédiatement réutilisables. Avec l'introduction du système TARGET par l'Eurosystème en janvier 1999, ce service a été rendu possible pour l'euro.

Depuis son lancement, ce système est devenu une référence pour le traitement des paiements en euros en termes de rapidité, de fiabilité, d'heures d'ouverture et de niveau de service. Les paiements directement liés aux opérations de l'Eurosystème sont effectués *via* le système TARGET. Ainsi, le règlement d'une opération de politique monétaire mouvemente les comptes des contreparties prenant part à l'opération concernée. Tous les établissements de crédit ne participent pas à des opérations avec l'Eurosystème et, par conséquent, l'effet de ces opérations sur la liquidité est répercuté au sein du système bancaire par l'intermédiaire du marché monétaire. Les opérations effectuées sur le marché monétaire se traduisent par des règlements qui sont, eux-aussi, principalement effectués *via* TARGET. Le large accès au système garantit que tous les établissements de crédit aient un accès direct à un ensemble commun de facilités de règlement en monnaie de banque centrale sans avoir à faire appel à des concurrents. Ainsi, des fonds en monnaie de banque centrale sont transférables directement entre contreparties localisées dans l'ensemble de la zone euro et acquièrent un caractère définitif au cours de la journée d'échange. Ce service est également disponible dans certains pays de l'UE non membres de la zone euro dont les banques centrales ont choisi de se connecter au système TARGET.

En tant que principale infrastructure de paiements interbancaires de montant élevé et urgents, qui doit répondre aux besoins de ses clients et des marchés financiers en général, les horaires de fonctionnement de TARGET sont étendus ; le système fonctionne tous les jours à l'exception des samedis et des dimanches

⁸ *Trans-European automated real-time gross settlement express transfer*

Le système TARGET de l'Eurosystème et le CCBM contribuent au fonctionnement du marché monétaire en euros.

Le système TARGET facilite des règlements sûrs et efficaces...

... et la mise en œuvre de la politique monétaire.

ainsi que six autres jours de l'année. Les jours de fonctionnement de TARGET sont, de fait, les jours de règlement des opérations en euros sur les marchés financiers, ainsi que des opérations en devises contre euro.

La conception initiale du système TARGET reposait sur le principe d'une harmonisation minimale et sur une architecture décentralisée, reliant les différents systèmes existant au niveau national. Cependant, en réponse à une demande croissante des institutions financières pour des services plus élaborés et harmonisés, l'Eurosystème a démarré en octobre 2002 le développement d'une application améliorée qui devait permettre l'évolution d'un « système de systèmes » à une plate-forme partagée unique. Ce système de deuxième génération, TARGET2, a été lancé le 19 novembre 2007 et s'est complètement substitué au précédent dispositif le 19 mai 2008.

Le nouveau système doit approfondir l'intégration des paiements de montant élevé en offrant à ses participants un service harmonisé, une tarification unique pour les opérations domestiques et transfrontières et un ensemble harmonisé de services de règlement en monnaie de banque centrale pour le règlement irrévocable de la plupart des systèmes de paiement et de transfert de titres en euros. En outre, le nouveau système permet aux banques d'améliorer l'optimisation de leur gestion de la liquidité. Alors que les participants présents dans plusieurs pays devaient détenir un grand nombre d'interfaces de communication dans le cadre du système précédent, ils peuvent désormais suivre les comptes de leurs implantations dans différents pays à partir d'un site centralisé. De plus, ces utilisateurs peuvent aussi centraliser leurs opérations de paiement, ce qui devrait induire des économies d'échelle, une efficacité plus grande en termes de rapidité et de qualité, et leur permettre de s'adapter à un environnement évoluant rapidement dans le domaine des paiements.

La rapide intégration des marchés monétaires de la zone euro en janvier 1999 a été largement facilitée par les services de règlement proposés par le système TARGET qui s'est révélé d'une grande fiabilité. En outre, alors qu'en 1999, il y avait vingt-et-un systèmes de paiement de montant élevé en euros, en 2008, il n'y en a plus que trois. La mise en place, la fiabilité et l'amélioration continue de ce système sont un exemple de réussite de l'Eurosystème qui a contribué à l'intégration des infrastructures financières et des différents marchés financiers. Parmi les systèmes actuels, TARGET2 est le plus important en termes de capitaux traités et de volume de paiements⁹. Il traite quotidiennement environ 2 400 milliards d'euros d'échanges. Ainsi, le volume de règlements traité en trois journées et demie correspond au PIB annuel de la zone euro ! Le volume le plus important enregistré en une journée a été de 3 387 milliards d'euros.

Le CCBM, qui permet la mobilisation transfrontière d'actifs en garantie dans la zone euro, est un autre dispositif important de l'Eurosystème qui a contribué à l'intégration du marché monétaire. Conformément à ses statuts, toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème doivent être adossées à des garanties adéquates. En outre, le cadre opérationnel de l'Eurosystème stipule que tous les actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème peuvent être utilisés comme garanties par toutes les contreparties de l'Eurosystème, indépendamment de la localisation de l'actif ou de la contrepartie.

Lors de l'introduction de l'euro, les infrastructures des marchés européens de valeurs mobilières étaient fortement segmentées. En particulier, les liens entre systèmes de règlement-livraison de titres étaient insuffisants. En l'absence de dispositif adéquat de mobilisation transfrontière des garanties, l'Eurosystème a introduit, en 1999, le CCBM comme une solution transitoire, dans l'attente du développement de solutions par les acteurs des marchés. Avec ce dispositif, les contreparties obtiennent

⁹ TARGET2 représente 89 % de la valeur et 60 % du volume des flux qui circulent à travers tous les systèmes de paiement de montant élevé fonctionnant en euros. Il traite en moyenne chaque jour plus de 360 000 paiements et est l'un des plus importants systèmes de paiement de montant élevé au monde avec *Fedwire* aux États-Unis et *Continuous linked settlement (CLS)*, le système international de règlement des opérations de change.

Passage à une plate-forme
unique achevé

TARGET2 pour rendre
les systèmes de paiement
de montant élevé
plus intégrés et efficaces

Valeur quotidienne
de 2 400 milliards d'euros

Le CCBM a facilité
la mobilisation transfrontière
des garanties...

... favorisant l'utilisation transfrontière croissante des garanties.

Travail en cours pour continuer à améliorer la livraison de garanties

Le projet STEP pour l'établissement de normes de marché communes...

... est entré en application en juin 2006.

des crédits auprès de leur propre banque centrale grâce à un transfert de garanties vers une autre banque centrale de l'Eurosystème (la « banque centrale correspondante »). Entre-temps, ce service est devenu le principal canal pour la mobilisation transfrontière de garanties pour les opérations de crédit de l'Eurosystème.

Le CCBM a apporté une contribution considérable au mécanisme de garantie de l'Eurosystème et il a largement favorisé une utilisation plus intensive d'actifs mobilisables dans un cadre transfrontière. En effet, les contreparties de l'Eurosystème ont diversifié leurs portefeuilles d'actifs mobilisables en augmentant la part de leurs investissements en actifs provenant d'autres pays de la zone euro. En outre, les groupes bancaires internationaux ont renforcé la centralisation de la gestion de leurs liquidités et de leurs actifs mobilisables. Le montant des actifs transférés par ce canal s'est accru de 162,7 milliards d'euros en 1999 à 557,9 milliards d'euros en décembre 2007, ce qui représente 39,6 % du montant total des actifs pris en garantie par l'Eurosystème (cf. graphique 5). En 2006, la mobilisation transfrontière d'actifs mis en garantie représentait 50,2 % du total des actifs pris en garantie par l'Eurosystème, dépassant pour la première fois la mobilisation d'actifs au niveau domestique. En 2007, 81,5 % de la mobilisation transfrontière d'actifs ont été réalisés à travers le CCBM, alors que la part traitée par l'intermédiaire des liens entre systèmes de règlement-livraison s'élevait à 18,5 %.

Des efforts sont actuellement en cours pour continuer d'améliorer le service fourni par l'Eurosystème en établissant une plate-forme technique unique (CCBM2) en vue de fournir un service identique pour les opérations domestiques et transfrontières. Cette plate-forme fournira prioritairement un dispositif amélioré de mobilisation d'actifs en garantie pour l'Eurosystème, mais elle constituera également une opportunité, pour ses contreparties, de réduire la complexité et le coût des traitements post-marché et d'optimiser la gestion de la liquidité et des actifs mobilisables. De plus, le nouveau système créera des synergies avec les systèmes TARGET2 et TARGET2-*Securities* (cf. section 6.3.2). Afin de prendre en compte au mieux les besoins des utilisateurs, l'Eurosystème collabore étroitement avec les intervenants de marché sur ce projet.

MESURES ADOPTÉES POUR SURMONTER LA FRAGMENTATION DU MARCHÉ DES TITRES COURTS

Le marché des titres à court terme de la zone euro est resté assez fragmenté, comme indiqué *supra*. Des différences de normes de marché ont contribué de manière significative à empêcher l'émergence d'un marché paneuropéen. Dans ce contexte, en 2001, l'Euribor ACI¹⁰ a lancé l'initiative STEP (*Short-term European paper*) avec pour objectif (i) d'identifier un ensemble de normes et de pratiques de marché communes et susceptibles de promouvoir l'intégration financière et (ii) de renforcer l'adhésion des intervenants de marché à ces normes en accordant un label commun aux programmes d'émission qui s'y conforment.

En juin 2006, l'Euribor ACI et la Fédération bancaire européenne¹¹ ont signé la convention de marché STEP, qui détermine les critères et les procédures d'agrément et de retrait du label STEP aux émissions de titres à court terme. Le nouveau marché a été rapidement accepté. Par exemple, en septembre 2007,

10 Euribor ACI est une des associations de marché qui gèrent les indices Euribor et Eonia.

11 La Fédération bancaire européenne (FBE) avait soutenu l'Euribor ACI lors du développement du projet, à partir de mai 2005.

Graphique 5 Montant total des garanties transférées par les contreparties dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème

(en milliards d'euros)



Source : BCE

les titres en euros ayant le label STEP représentaient déjà environ 30 % du papier à court terme en euros émis par des émetteurs autres que publics dans le monde. De même, en décembre 2007, les volumes des programmes ont atteint 320 milliards d'euros, contre 60 milliards d'euros en juillet 2006, un mois après la signature de la convention de marché.

Même si le projet STEP a été une initiative du marché permettant de renforcer l'intégration financière sur le segment des titres à court terme, l'Eurosystème a joué un rôle essentiel dans la réussite de ce projet. En accompagnant l'élan initial qui a permis le lancement du projet, la BCE a également contribué à son développement et à sa mise en œuvre. Pendant la phase de préparation, la BCE a facilité la coordination entre les intervenants de marché concernés, contribué au développement de la convention de marché et fourni une assistance juridique. La BCE a également entrepris de mieux faire connaître le projet aux acteurs financiers et au public. Depuis le lancement formel du nouveau marché, la BCE et neuf BCN de l'Eurosystème ont fourni une assistance technique au secrétariat du STEP. De plus, la BCE a produit des statistiques régulières sur les rendements et les volumes de ce marché et elle a publié ces informations sur son site internet. Ces statistiques, qui n'ont cessé de s'améliorer au fil du temps, sont fondamentales pour améliorer la transparence du marché car celle-ci jouera un rôle important dans le renforcement du processus d'intégration du marché des titres à court terme au cours des prochaines années.

6.3.2 MARCHÉS OBLIGATAIRES ET BOURSIERS

PROGRÈS DU DISPOSITIF EUROPÉEN DE SUPERVISION ET DE RÉGLEMENTATION FINANCIÈRES

L'approfondissement de l'intégration des marchés obligataires et boursiers de la zone euro donne un exemple de la manière dont le secteur public peut lever les obstacles institutionnels au développement de la finance transfrontière. L'introduction de l'euro a montré que la contribution potentielle de la monnaie unique au renforcement de l'intégration financière ne pouvait être pleinement mise en œuvre que si celle-ci s'accompagnait d'un dispositif européen renforcé, qui lève les obstacles aux opérations transfrontières et qui préserve la stabilité du Marché unique. À cet égard, deux initiatives majeures ont été lancées au cours des dernières années : le Plan d'action pour les services financiers (PASF) et l'établissement du « processus Lamfalussy » pour la supervision et la réglementation financières.

Le PASF, lancé en 1999, a représenté une refonte majeure de la législation européenne pour les services financiers. Il comportait quarante-deux propositions législatives de la Commission européenne destinées à mettre à jour la réglementation européenne existante, à la lumière des développements de marché, et à étendre le degré d'harmonisation de la réglementation européenne, conformément à l'objectif du Marché unique. Alors que le PASF ciblait l'ensemble du secteur financier, la plupart des initiatives concernaient les marchés de titres. Les principales mesures dans ce domaine comprenaient la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID), la Directive sur la transparence financière, la Directive sur les abus de marché et la Directive prospectus¹².

S'appuyant sur la réussite du PASF, la Commission a adopté, en décembre 2005, un livre blanc sur la politique des services financiers européens pour les années 2005-2010. Le livre blanc stipule que la principale priorité de la politique des services financiers européens dans les années à venir, en particulier sur le segment des marchés de titres, consistera à garantir la mise en œuvre effective et systématique des mesures du PASF et à consolider et simplifier la législation européenne existante. De possibles initiatives nouvelles ne sont envisagées que dans un nombre limité de domaines soigneusement ciblés, notamment les systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres et les services financiers de détail.

¹² L'article intitulé *L'évolution du cadre de l'UE relatif à la réglementation, à la surveillance et à la stabilité financières* du *Bulletin mensuel* de novembre 2004 fournit un aperçu des principales mesures du PASF.

Rôle de catalyseur
de l'Eurosystème
dans cette réussite

Progression renforcée
par l'action efficace
du secteur public...

... comprenant le Plan d'action
pour les services financiers, ...

... la politique de suivi
sur 2005-2010...

... et l'introduction du processus Lamfalussy.

Le processus Lamfalussy pour la supervision et la réglementation financières a été mis en œuvre pour les titres en 2001 et il a amélioré la rapidité et la flexibilité du processus réglementaire européen de manière significative ; il a également renforcé la mise en œuvre homogène de la réglementation européenne au niveau national, en particulier les directives sur les marchés de titres adoptées dans le cadre du PASF. Le processus repose sur une approche innovante à quatre niveaux : les principes de base de la législation sont toujours arrêtés dans le cadre du processus législatif normal, avec adoption par le Parlement européen et le Conseil (niveau 1). Cependant, les détails techniques de la législation, qui nécessiteraient de rester en phase avec les évolutions de marché et réglementaires, peuvent être adoptés par la Commission par le biais d'une procédure simplifiée et accélérée (niveau 2), avec l'implication des comités de régulation sectorielle, comprenant les autorités européennes et nationales correspondantes. Le niveau 3 encadre les efforts des comités sectoriels de superviseurs nationaux pour garantir une mise en œuvre systématique et rapide des mesures de niveau 1 et de niveau 2 à l'échelle nationale. Pour terminer, le niveau 4 concerne les mesures de la Commission qui visent à renforcer le respect de la législation européenne, grâce à une coopération entre les États membres, leurs organismes de réglementation et le secteur privé¹³.

Le fonctionnement du processus Lamfalussy — qui depuis 2003 a été mis en œuvre également dans les secteurs de l'assurance et de la banque — a été étroitement surveillé et un certain nombre d'améliorations ont déjà été introduites ou sont en cours de développement. Le principal objectif de ces mesures est de tirer le plus profit du processus en promouvant une convergence et une coopération plus étroites dans la mise en œuvre de la réglementation européenne.

L'Eurosystème a apporté sa contribution en jouant un rôle de conseil.

La BCE et l'Eurosystème ont contribué activement à l'établissement et à la mise en œuvre du PASF et du processus Lamfalussy et aux projets de suivi, tels que mentionnés au chapitre 7.

NÉCESSITÉ DE RENFORCER L'INTÉGRATION DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

L'intégration limitée des infrastructures de marché...

L'intégration des marchés d'actions et obligataires repose sur l'intégration des infrastructures qui opèrent en aval de ces marchés, en particulier celles des systèmes de règlement-livraison de titres et des systèmes de contreparties centrales. Cependant, l'intégration des infrastructures de marché n'a pas progressé au même rythme que celle des systèmes de paiement de montant élevé. Cela est dû en grande partie à la complexité intrinsèque des titres qui a conduit à des différences de pratiques, de régimes juridiques, réglementaires et fiscaux selon les différents marchés nationaux. Depuis le lancement du système TARGET en 1999, les paiements transfrontières ont représenté environ 20-25 % du volume total et 35 % de la valeur totale des paiements en zone euro. Le contraste apparaît clairement lorsque l'on s'intéresse aux systèmes de règlement-livraison : alors que ceux-ci s'efforcent de développer des liens entre eux, l'utilisation de ces liens pour des opérations transfrontières demeure faible, avec moins de 1 % du total des volumes/valeurs.

La fragmentation des infrastructures de post-marché, déjà importante pour les obligations, est encore renforcée pour les actions. En effet, si les opérations transfrontières de règlement-livraison des transactions sur obligations sont largement concentrées au sein de deux dépositaires centraux internationaux de titres, les opérations transfrontières de règlement-livraison des actions reposent toujours principalement sur des dépositaires centraux nationaux.

... entraîne des frais élevés de transaction.

Le degré élevé de fragmentation entraîne d'importants coûts de post-marché pour les transactions transfrontières au sein de l'UE et réduit la possibilité d'économies d'échelle. De plus, cette fragmentation empêche la création de conditions de concurrence équitables. Bien que l'Europe soit comparable aux

¹³ Cf. l'article susmentionné pour une description plus détaillée du processus Lamfalussy

États-Unis en termes de poids économique, elle ne parvient pas à combler son retard en termes de volume et de coût pour les transactions sur les marchés de titres. L'écart de coût est particulièrement important concernant le règlement-livraison des opérations transfrontières.

Plusieurs initiatives importantes et complémentaires des secteurs public et privé ont été mises en place afin de remédier à cette situation. Premièrement, les obstacles à l'intégration qui proviennent des différences de pratiques de marché et des dispositions juridiques, réglementaires et fiscales ont été identifiés et des actions sont en cours pour les supprimer. Deuxièmement, pour faciliter l'intégration et la concurrence, un « Code de conduite sur la compensation et le règlement-livraison de titres » a été signé en novembre 2006 par les associations professionnelles représentant ces activités et sa mise en œuvre fait désormais l'objet d'un suivi attentif. Troisièmement, pour promouvoir une plus grande convergence des systèmes nationaux de compensation et de règlement-livraison de titres vers les meilleures normes de sécurité et d'efficacité, le SEBC et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR, *Committee of European Securities Regulators*) travaillent conjointement sur des recommandations sur la sécurité et la fiabilité des infrastructures de post-marché européennes.

Il manque encore à la stratégie actuelle en faveur d'une infrastructure de titres intégrée au sein du Marché unique la mise en place d'une plate-forme de règlement neutre et commune afin de renforcer l'interopérabilité et une concurrence réelle entre les prestataires de services. S'appuyant sur sa capacité à promouvoir l'intégration financière par le biais de la fourniture de services de banque centrale, l'Eurosystème a donc récemment proposé le projet TARGET2-*Securities* (T2S) pour répondre à cette attente.

Cette initiative s'appuie sur le lien étroit entre les services rendus par les dépositaires centraux et les banques centrales dans le domaine des titres. Une opération de règlement-livraison de titres se traduit généralement par la livraison de titres (jambe titres) et par le transfert de numéraire (jambe *cash*). Si ce transfert est enregistré dans les livres de la banque centrale, il est considéré comme étant effectué en monnaie de banque centrale. Pour éviter le risque de crédit, la réalisation d'une partie de la transaction (jambe titre ou *cash*) conditionne la réalisation de l'autre partie de la transaction (ce mécanisme porte le nom de « livraison contre paiement » (en anglais DvP : *Delivery versus payment*)). Cependant, alors que cette procédure est très utilisée au sein de chaque pays, elle n'est quasiment pas proposée pour les transactions transfrontières à l'échelle européenne.

La détention de comptes-titres et de comptes en monnaie de banque centrale sur une même plate-forme est considérée comme le moyen le plus efficace pour réaliser les deux transferts (de titres et de *cash*) constitutifs d'une même opération sur titres. Avec le lancement de TARGET2, l'Eurosystème propose désormais une plate-forme unique pour les paiements effectués en monnaie de banque centrale (la jambe *cash*). Cependant, les titres sont toujours détenus sur de multiples plate-formes (celles des différents dépositaires centraux de titres). Le transfert des comptes libellés en monnaie de banque centrale vers de multiples plates-formes de règlement de titres compromettrait alors fortement les avantages obtenus par le passage à une plate-forme de règlement unique.

Par conséquent, avec le projet T2S, l'Eurosystème propose que les plates-formes de titres transfèrent leurs comptes-titres vers une plate-forme unique et neutre qui serait opérée par l'Eurosystème à la fois pour les titres et pour les paiements. Toutes les plates-formes de règlement de titres seront invitées à donner leur accord pour le transfert des comptes-titres vers le système T2S afin d'intégrer complètement toutes les activités de règlement et de rendre ainsi les règlements transfrontières aussi bon marché et aussi efficaces que les règlements qui sont effectués aujourd'hui au niveau domestique.

Plusieurs initiatives
pour améliorer la situation

Mise en place d'une plate-forme
de règlement (T2S)
pour répondre aux besoins

T2S doit rendre les
règlements transfrontières
aussi bon marché et efficaces
que les règlements
domestiques, ...

... permettre ainsi d'améliorer l'efficacité de l'utilisation de la liquidité et des garanties...

... et stimuler la concurrence.

Décision finale à l'été 2008

T2S favoriserait à la fois les économies d'échelle et la concurrence. Les économies d'échelle résulteraient de l'utilisation d'une plate-forme unique de règlement de titres en monnaie de banque centrale. Cela permettrait non seulement de diminuer les coûts, en particulier ceux des règlements transfrontières, mais également de proposer aux participants de constituer des *pools* de liquidité et d'actifs éligibles et ainsi de réduire les coûts d'opportunité. Concernant la concurrence, les systèmes de règlement-livraison continueraient à fournir les services autres que les règlements. Cependant, l'utilisation d'une plate-forme commune permettrait aux intervenants de marché et aux investisseurs de choisir plus librement le système dans lequel ils souhaitent conserver leurs titres. T2S incitera les systèmes de règlement-livraison à proposer à leurs participants la possibilité de centraliser leurs titres à un seul endroit. Par conséquent, il sera plus facile de choisir le prestataire de services en fonction du coût et du niveau de service plutôt qu'en fonction du lieu où est enregistré le titre. Cet accroissement de la concurrence devrait faire diminuer le niveau des commissions.

En promouvant T2S, l'Eurosystème cherche à impliquer tous les acteurs concernés. Les réalisations du projet T2S sont à ce stade le résultat d'une coopération intensive entre des centaines d'experts provenant de dépositaires de titres, de banques commerciales et de banques centrales. Cette façon de travailler est très appréciée par les acteurs du secteur et sera poursuivie au cours des prochaines étapes du projet. Le Conseil des gouverneurs doit décider, à l'été 2008, s'il doit passer à l'étape suivante du projet. La date de lancement du système T2S serait prévue pour 2013.

6.3.3 MARCHÉS BANCAIRES

AMÉLIORATIONS DU CADRE EUROPÉEN DE SURVEILLANCE ET DE RÉGLEMENTATION DES BANQUES TRANSFRONTIÈRES

Les activités bancaires transfrontières évoluent selon un processus dirigé par le marché.

Les groupes bancaires transnationaux sont un élément clé du processus d'intégration car ils augmentent la concurrence et diffusent l'innovation dans le domaine des services et des produits financiers grâce à leur développement transfrontière. La suppression des obstacles institutionnels à l'activité bancaire transfrontière est, par conséquent, devenue une question importante ces dernières années. À cet égard, les principales priorités consistent à supprimer les obstacles aux fusions-acquisitions transfrontières et encourager le fonctionnement efficace des groupes bancaires transnationaux.

Plusieurs mesures pour supprimer les obstacles institutionnels...

Plusieurs initiatives ont été adoptées pour améliorer le cadre européen d'activité des banques transfrontières, dans les domaines de la supervision et de la réglementation bancaires, de la surveillance des pratiques de marché, de la fiscalité et du droit des sociétés¹⁴. Un travail important a été réalisé pour rationaliser la supervision des groupes transfrontières et pour renforcer la convergence des exigences nationales. Le renforcement du dispositif relatif aux interactions entre le pays d'origine et le pays d'accueil, qui a été adopté en 2006 avec la Directive sur les fonds propres réglementaires (DFP)¹⁵, et l'extension susmentionnée du processus Lamfalussy au secteur bancaire en sont, à cet égard, les deux pierres angulaires. Dans le même temps, des initiatives en vue du renforcement des accords de surveillance ont été lancées (cf. chapitre 7).

14 Une étude spécifique intitulée *Strengthening the EU framework for cross-border banks* dans l'édition 2007 du rapport de la BCE sur l'intégration financière en Europe donne un aperçu des initiatives respectives.

15 La DFP a mis en application, pour les banques en Europe, l'accord de Bâle II, un accord international majeur définissant de nouvelles exigences en capital, règles plus exhaustives et plus sensibles aux caractéristiques des risques supportés. Dans ce contexte, elle a introduit un certain nombre d'éléments supplémentaires prenant en compte les spécificités de la réglementation européenne. En particulier, en tenant compte de l'état avancé de l'intégration de l'UE et du niveau élevé de liens systémiques ainsi que de l'interdépendance entre les autorités, la DFP a introduit des exigences de coopération renforcées entre les superviseurs du pays d'origine et ceux du pays d'accueil.

En outre, la stratégie de la Commission en matière de services financiers pour 2005-2010 comporte un certain nombre de mesures soigneusement ciblées pour faciliter les activités transfrontières dans la banque de détail, par exemple, en ce qui concerne le crédit hypothécaire, la transférabilité des comptes bancaires et l'accès transfrontière aux informations sur le crédit.

Outre la contribution qu'ils apportent aux travaux de renforcement de la législation européenne concernant les banques transfrontières, la BCE et l'Eurosystème collectent également des informations sur les évolutions des groupes bancaires exerçant des activités transfrontières importantes au sein de l'UE. En particulier, depuis 2002, le Comité de la surveillance bancaire du SEBC a mené une enquête bisannuelle sur ces groupes. Les trois enquêtes ont mis en évidence leur internationalisation croissante aux cours des dernières années, résultant des opérations de fusions et acquisitions transfrontières. Alors que le nombre de groupes inclus dans l'analyse n'a augmenté que légèrement — passant de 41 à 46 entre 2001 et 2006 —, les actifs consolidés de l'échantillon ont augmenté de 54 % durant cette période et sa part dans les actifs bancaires consolidés de l'UE est passée à 68 %. Les banques exerçant des activités transfrontières significatives détiennent ainsi une part importante — et croissante — du total des actifs bancaires de l'UE¹⁶.

VERS UN ESPACE UNIQUE DE PAIEMENT EN EUROS

Les activités bancaires transfrontières ont été entravées par un niveau de fragmentation très élevé de l'infrastructure des paiements de détail. Chaque pays possède ses propres moyens de paiement et normes différentes pour les paiements effectués sous forme de virements, prélèvements et paiements par carte. Pour l'Eurosystème, la mise en œuvre d'un marché intégré des paiements de détail avec une gamme commune de moyens de paiement pour la zone euro est souhaitable, car elle est la conséquence logique de l'introduction de l'euro.

Le marché des paiements
de détail demeure fragmenté.

Au cours des dix dernières années, l'Eurosystème a agi comme le catalyseur des réformes et a produit plusieurs rapports sur les causes et les éventuels remèdes à la fragmentation, et a fixé les objectifs à atteindre. Dès 1999, l'Eurosystème a souligné le fait que, pour les virements transfrontières en particulier, les prix étaient sensiblement plus élevés et le délai d'exécution plus long que pour les virements domestiques¹⁷. Ces inefficacités étaient liées en partie à l'usage prédominant des accords de « correspondant bancaire » et au manque d'infrastructures interbancaires adéquates au sein de la zone euro. En 2000¹⁸, l'Eurosystème a constaté que, malgré certains progrès du secteur bancaire, les tarifs appliqués à la clientèle n'avaient pas baissé pour les paiements transfrontières. Afin de donner plus d'orientations au marché, la BCE a également publié une feuille de route concrète pour le développement d'une infrastructure de paiement de détail moderne pour les virements en euros¹⁹.

L'Eurosystème a agi comme
le catalyseur des réformes.

En décembre 2001, le Conseil et le Parlement européen ont adopté un Règlement qui comportait une obligation d'égalité tarifaire entre les paiements domestiques et transfrontières pour les consommateurs. Même si le Règlement a apporté certaines améliorations pour la clientèle, il restait encore beaucoup à faire pour la construction d'une infrastructure d'échange paneuropéenne. Début 2002, la communauté

La communauté bancaire
s'est mise d'accord
pour la mise en œuvre du SEPA.

¹⁶ De plus amples informations sur la couverture et les résultats des exercices de cartographie (*mapping*) de 2001 et 2003 sont fournies dans l'article intitulé *International activities of large EU banking groups* dans l'édition 2005 du rapport de la BCE sur les structures bancaires de l'UE. L'édition 2006 de ce rapport énumère les principaux résultats de l'exercice de *mapping* de 2005. Les conclusions de 2005 sont également analysées dans la *Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution*, qui est également disponible sur le site de la BCE : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

¹⁷ Cf. la publication de la BCE du 13 septembre 1999 intitulée *Improving cross-border retail payment services-The Eurosystem's view*

¹⁸ Cf. la publication de la BCE du 14 septembre 2000 intitulée *Improving cross-border retail payment services- Progress Report*

¹⁹ Cf. la publication de la BCE de novembre 2001 intitulée *Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro*

Des avancées ont été effectuées et un cadre juridique a été défini.

bancaire a fondé le Conseil européen des paiements qui a défini une stratégie pour créer l'espace unique de paiement en euros (SEPA)²⁰.

Depuis 2002, l'Eurosystème a fortement soutenu les initiatives du secteur bancaire et a fourni des lignes directrices afin de mettre en œuvre une infrastructure de paiement moderne répondant aux besoins des utilisateurs de la zone euro²¹. Le secteur bancaire européen a effectué des efforts considérables pour améliorer l'efficacité des paiements de détail transfrontières. Ces efforts ont donné lieu à trois avancées : un ensemble de règles uniques pour les virements, les prélèvements et les paiements par carte pour tous les participants au marché de paiements en euros, une égalité d'accès aux prestataires de services et aux utilisateurs dans toute l'Europe et une égalité de traitement des participants à ce marché. De manière générale, la transparence des règles et des conditions a été clairement améliorée.

La Directive sur les services de paiement, adoptée fin 2007, constitue le cadre juridique pour les paiements dans le cadre de SEPA et doit être transposée par tous les États membres de l'UE au 1^{er} novembre 2009. La Directive vise à accroître la concurrence sur les marchés de paiement en supprimant les obstacles à l'entrée sur le marché. Elle fournit également un cadre juridique simplifié et entièrement harmonisé concernant les exigences en matière d'information et les droits et obligations liés à la fourniture et à l'utilisation de services de paiement.

SEPA a démarré en janvier 2008.

Le 28 janvier 2008, le SEPA a été lancé avec l'introduction d'un modèle commun de virements en euros en Europe. Les principes de SEPA pour les cartes sont progressivement mis en œuvre dans tout l'espace SEPA. Le prélèvement SEPA sera lancé en 2009. Ainsi, dix ans après l'introduction de l'euro, l'infrastructure des paiements de détail en euros se met en place. Les moyens de paiement nationaux vont progressivement être supprimés, et des solutions plus innovantes seront introduites. Au cours des prochaines années, le SEPA doit contribuer à la poursuite de l'intégration du marché des paiements de détail.

6.4 BILAN ET CHANTIERS PRIORITAIRES

L'intégration financière aide l'Eurosystème à atteindre ses objectifs.

Au cours des dix dernières années, des progrès considérables dans le domaine de l'intégration financière ont été réalisés dans la zone euro. Une plus grande intégration des marchés financiers aide l'Eurosystème à remplir sa mission de manière efficace et à atteindre ses objectifs, notamment en contribuant à la préservation de la stabilité des prix, à la stabilité financière, au bon fonctionnement des systèmes de paiement et à la croissance économique. L'introduction de l'euro a déjà agi comme un élément moteur de l'intégration financière. En outre, l'Eurosystème a apporté, au cours de la précédente décennie, une contribution significative à l'intégration financière par le biais de quatre éléments principaux.

L'action de l'Eurosystème a renforcé le processus d'intégration.

Premièrement, la BCE a développé un cadre conceptuel pour évaluer et surveiller l'état de l'intégration financière au sein de la zone euro et elle passe régulièrement en revue la situation dans son rapport annuel sur l'intégration financière en Europe. De cette manière, la BCE fournit un fondement empirique permettant des actions ciblées et le renforcement de l'intégration financière, contribue aux débats relatifs aux mesures correspondantes ainsi qu'à la prise de conscience au sein du public de la nécessité de l'intégration financière et du rôle correspondant de l'Eurosystème.

20 Cf. le livre blanc du Conseil européen des paiements intitulé *Euroland: Our Single Payment Area!* (mai 2002)

21 L'Eurosystème a publié plusieurs rapports d'étape en vue d'informer le secteur bancaire : 26 juin 2003, *Vers un espace unique de paiement en euros – rapport d'étape* ; 2 décembre 2004, *Vers un espace unique de paiement en euros – troisième rapport d'étape* ; 17 février 2006, *Vers un espace unique de paiement en euros – Objectifs et délais (quatrième rapport d'étape)* ; 20 juillet 2007 *Espace unique de paiement en euros (SEPA) – Du concept à la réalité (cinquième rapport d'étape)*. Pour de plus amples informations sur l'impact du SEPA sur l'intégration financière, cf. l'édition 2007 du rapport de la BCE sur l'intégration financière en Europe

Deuxièmement, l'Eurosystème a réussi à agir comme un catalyseur des initiatives du marché visant à l'intégration financière dans un certain nombre de domaines, comme le renforcement de l'intégration du marché des titres à court terme, par l'intermédiaire du projet STEP, et les progrès obtenus dans l'intégration du segment de la banque de détail à travers la création du SEPA.

Troisièmement, l'Eurosystème a contribué au développement de différentes mesures visant à réduire les obstacles institutionnels à l'intégration financière. Ces mesures ont par exemple eu pour but de renforcer l'intégration du marché bancaire et du marché des valeurs mobilières à travers l'établissement d'un cadre législatif, réglementaire et de contrôle européen plus étendu et plus cohérent pour les services financiers et la compensation et le règlement-livraison de titres.

Quatrièmement, l'Eurosystème a utilisé la fourniture de services de banque centrale, au-delà de ses objectifs spécifiques en tant que banque centrale, pour en faire également un moyen de contribuer à l'intégration financière. Les principaux exemples de cette action ont porté sur l'intégration de l'infrastructure des systèmes de paiement de montant élevé (TARGET et TARGET2) et sur la mise en place d'un système commun pour la mobilisation transfrontière des actifs mis en garantie (CCBM). Ces actions ont permis de réaliser et conforter une intégration quasi-parfaite des marchés monétaires.

L'Eurosystème continuera d'utiliser ces outils, en particulier dans les compartiments de marché qui doivent encore progresser en matière d'intégration financière, notamment les obligations de société, les marchés d'actions et la banque de détail. À cet égard, les priorités comprennent (i) la fourniture de conseils sur de possibles améliorations de la législation européenne portant sur les services financiers, notamment en ce qui concerne la surveillance financière, la banque de détail et la suppression des obstacles au traitement transfrontière de la compensation et du règlement-livraison de titres, (ii) le projet de mise en œuvre d'un service de l'Eurosystème (TARGET2-*Securities*) pour le règlement des transactions sur titres et (iii) le soutien à la mise en œuvre du SEPA. Enfin, la BCE continuera de développer son cadre conceptuel sur l'intégration financière afin d'en mesurer les progrès.

Futures priorités



7 LA STABILITÉ ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES

L'une des principales missions de l'Eurosystème consiste à contribuer à la stabilité financière et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, en tant qu'émetteurs de monnaie, les banques centrales doivent surveiller la qualité des institutions financières qui constituent leurs contreparties pour la politique monétaire. Deuxièmement, la stabilité du système financier est nécessaire à une transmission efficace de la politique monétaire. Troisièmement, les banques centrales sont les fournisseurs ultimes de moyens de règlement sûrs pour les transactions financières et de liquidité pour le système financier. Quatrièmement, la stabilité financière est également propice aux bonnes performances économiques. Depuis quelques décennies, le lien entre croissance économique et stabilité financière se resserre sous l'effet de la forte expansion du secteur financier par rapport à la sphère réelle. Ainsi, le risque que de profondes perturbations du processus d'intermédiation financière aient des répercussions macroéconomiques s'est accru¹.

Au cours des dix dernières années, l'Eurosystème a grandement contribué à la préservation de la stabilité financière dans la zone euro en poursuivant son objectif principal, le maintien de la stabilité des prix. L'orientation à moyen terme de sa stratégie de politique monétaire permet à la BCE de veiller à la stabilité des prix sans introduire de volatilité inutile dans l'activité économique et sur les marchés financiers. En outre, l'Eurosystème contribue de deux façons à la stabilité financière : d'une part, il favorise par diverses activités la stabilité du système financier de la zone euro et, d'autre part, il soutient les autorités nationales et communautaires compétentes dans leurs actions relatives à la stabilité financière. De surcroît, l'Eurosystème est directement responsable de la surveillance des infrastructures de marché, en particulier les systèmes de paiement, ce qui participe également à la stabilité du système financier.

Ce chapitre offre un tour d'horizon des principales réalisations de l'Eurosystème dans ces domaines. La section 7.1 décrit le fondement commun des différentes activités et explicite brièvement le concept de stabilité financière et le rôle de l'Eurosystème en la matière. La section 7.2 évalue la contribution de l'Eurosystème à la stabilité financière et la section 7.3 s'attache à sa mission de surveillance.

7.1 STABILITÉ FINANCIÈRE ET RÔLE DE L'EUROSYSTÈME

Il n'existe pas à ce jour de définition communément acceptée de la stabilité financière. Il est particulièrement difficile d'identifier avec une précision raisonnable un exemple d'instabilité financière, si ce n'est une crise financière évidente. Selon la définition utilisée par la BCE, la stabilité financière est une situation dans laquelle le système financier – qui englobe les intermédiaires, les marchés et les infrastructures de marché – est capable de résister aux chocs et de résorber les déséquilibres financiers².

Parvenir à la stabilité financière, et la maintenir, incombe en premier lieu aux intervenants de marché, qui sont censés évaluer et gérer les risques avec efficacité et supporter les conséquences financières de leurs opérations. Cependant, ces intervenants ne tiennent pas compte des risques systémiques susceptibles de résulter de leurs activités. C'est pourquoi un cadre a été mis en place afin de prévenir et de gérer les crises financières potentielles, et d'éviter que des problèmes financiers ne menacent la stabilité globale du système financier et économique, tout en réduisant le plus possible les distorsions éventuelles des mécanismes de marché. Ce cadre porte sur le suivi et l'évaluation réguliers de la stabilité financière, la réglementation et la supervision financières, la surveillance des infrastructures de marché, ainsi que sur un certain nombre de mesures de gestion des crises.

**La stabilité financière,
un concept complexe...**

**... qui relève en premier lieu
du secteur privé.**

1 Cf. T. Padoa-Schioppa (2002), *Central banks and financial stability: exploring a land in between*. Exposé introductif à la deuxième conférence des banques centrales organisée par la BCE, qui s'est tenue les 24 et 25 octobre 2002 et portait sur la transformation du système financier.

2 Cf. l'étude spécifique intitulée *Assessing financial stability: conceptual boundaries and challenges*, dans le numéro de juin 2005 de la *Revue de stabilité financière* de la BCE

L'Eurosystème remplit deux grandes fonctions à cet égard. Premièrement, il s'attache à préserver la stabilité financière au niveau de la zone euro, par exemple en y effectuant un suivi et une évaluation de la stabilité financière mais aussi par des opérations sur le marché destinées à pallier les chocs financiers globaux et à apaiser les tensions. Deuxièmement, il aide les autorités nationales et communautaires compétentes à définir les aspects de leur politique de stabilité financière relatifs au suivi et à l'évaluation de la stabilité financière, à la réglementation et à la supervision financières, ainsi qu'à la gestion des crises. En outre, l'Eurosystème surveille les infrastructures de marché dans le cadre de sa fonction première qui consiste à favoriser le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Les sections qui suivent étudient en détail la contribution de l'Eurosystème à la stabilité financière ainsi que son rôle dans la surveillance des infrastructures de marché.

7.2 CONTRIBUTION A LA STABILITÉ FINANCIÈRE

CADRE INSTITUTIONNEL

L'instauration de l'Union économique et monétaire (UEM) a introduit différents cadres institutionnels pour la politique monétaire et la stabilité financière au sein de la zone euro. Si la politique monétaire ne se décide plus à l'échelon national mais supranational (cf. chapitre 2), les dispositifs visant à préserver la stabilité financière sont restés une compétence nationale. De plus, contrairement à ce qui se passe dans plusieurs pays appartenant à l'Eurosystème, où les banques centrales sont chargées du contrôle prudentiel, ou y participent étroitement³, les fonctions de banque centrale et de surveillance ont été séparées au sein de l'UEM, la BCE et l'Eurosystème n'ayant pas reçu de compétences directes en matière de contrôle.

Ce cadre institutionnel spécifique, intrinsèquement plus complexe que celui de la politique monétaire, a suscité un besoin de coopération étroite (i) au sein de l'Eurosystème, entre la BCE et les banques centrales nationales (BCN), afin de surveiller l'évolution des risques potentiels qui pèsent sur la stabilité financière et d'y remédier avec efficacité, et (ii) entre l'Eurosystème et les instances de contrôle nationales, afin de garantir une étroite coordination des fonctions de banque centrale et de supervision pour préserver la stabilité financière.

Le traité sur l'Union européenne (ou traité de Maastricht) prévoit des mécanismes de coopération spécifiques à cet égard. Premièrement, l'Eurosystème doit « contribuer 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 »⁴. Deuxièmement, la BCE doit être consultée sur tout projet d'acte communautaire ou de disposition législative des autorités nationales qui relève de ses sphères de compétence. De même, la BCE peut conseiller, et être consultée par le Conseil, la Commission et les autorités nationales compétentes sur la portée et la mise en œuvre de la législation communautaire relative au contrôle prudentiel des établissements de crédit et à la stabilité du système financier⁵. Enfin, le Traité prévoit la possibilité de transférer à la BCE des missions de contrôle spécifiques suivant une

3 Les structures de contrôle diffèrent largement d'un État membre de l'UE à l'autre au niveau tant de l'implication de la banque centrale que de la répartition des responsabilités de contrôle entre secteurs financiers. Ainsi, dans certains pays, ces responsabilités sont partagées entre les secteurs, tandis que, dans d'autres, le contrôle financier pour les secteurs de la banque, des assurances et des marchés d'instruments financiers est centralisé au sein d'une même autorité. La publication de la BCE intitulée *Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries* propose une vue d'ensemble récente (2006) des dispositifs en place dans les pays de l'UE. Elle est disponible sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf

4 Article 105 (5) du traité sur l'Union européenne

5 Article 25.1 des statuts du SEBC

procédure simplifiée sans devoir amender le Traité⁶. Cette disposition, qui n'a jusqu'ici pas été invoquée, serait une possibilité si les mécanismes de coopération institutionnels n'arrivaient pas à produire une interaction efficace et sans heurts entre les autorités.

L'Eurosystème est épaulé dans sa mission de préservation de la stabilité financière par le Comité de la surveillance bancaire du SEBC (*Banking Supervision Committee – BSC*), créé par le Conseil des gouverneurs de la BCE en 1998. Ce comité se compose de membres de haut niveau de la BCE et des BCN de l'Eurosystème ainsi que de représentants des autorités de contrôle bancaire nationales des pays de l'Eurosystème dans lesquels le mandat de la BCN ne porte pas sur le contrôle bancaire. De plus, le BSC inclut les représentants de la banque centrale et des autorités de contrôle des pays de l'UE qui n'ont pas adopté la monnaie unique. La diversité des membres est le signe que les responsabilités nationales en matière de stabilité financière et de contrôle sont exercées conformément au cadre réglementaire harmonisé et au Marché unique de l'Union européenne⁷.

ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

Le rôle et les fonctions de la BCE et de l'Eurosystème en matière de stabilité financière ont évolué dans le contexte d'une intensification généralisée de l'intégration financière transfrontière (cf. chapitre 6) et du caractère de plus en plus dynamique et complexe du système financier.

L'intégration financière renforce les possibilités de partage des risques et de diversification, et accroît la liquidité et la profondeur des marchés financiers, contribuant ainsi à la résilience du système financier. Cependant, elle rend également ce dernier plus sensible aux perturbations d'origine ou de nature transfrontière. Il faut donc renforcer constamment le partage d'informations et la coopération transfrontières entre banques centrales et autorités de contrôle, en particulier du fait du nombre croissant de grands groupes bancaires multinationaux qui compte l'UE.

De surcroît, la rapidité de l'innovation financière, associée à l'approfondissement de l'intégration financière, estompe la frontière entre les intermédiaires, les marchés et les infrastructures de marché, ainsi qu'entre leurs différents segments. Parmi les évolutions importantes à cet égard, citons la plus grande participation des banques aux marchés de capitaux (par exemple *via* la titrisation des prêts bancaires, les instruments de transfert du risque de crédit et les produits structurés complexes), l'importance grandissante des conglomérats financiers, le rôle croissant des banques commerciales dans la fourniture de services d'infrastructure et la présence accrue d'entités non réglementées sur les marchés financiers et les infrastructures de marché.

En conséquence, il existe un besoin constant de développer et d'actualiser le cadre de suivi, d'analyse et de réponse aux risques potentiels au sein du système financier en tenant compte des diverses interactions entre ses composantes et des changements qui en découlent. Cette tâche est de plus en plus exigeante.

... sont soutenus par le BSC.

L'intégration financière
nécessite une coopération
transfrontière plus étroite.

Un système financier
dynamique et complexe...

... rend la préservation
de la stabilité financière
plus difficile.

6 Article 105 (6) du Traité et Article 25.2 des statuts du SEBC

7 Pour de plus amples informations sur le BSC, cf. L. Papademos (2007), *The Banking Supervision Committee of the ESCB and its contribution to financial stability in the EU*, dans Kreditwesen, Vol. 8

PRINCIPALES RÉALISATIONS DE L'EUROSYSTÈME

SUIVI ET ÉVALUATION DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Dimension prospective
de la stabilité financière

La BCE considère que la préservation de la stabilité financière comporte une importante dimension prospective : les sources potentielles de risques ou de vulnérabilités (inefficiences dans l'allocation des moyens financiers, erreurs d'évaluation des prix ou mauvaise gestion des risques financiers) doivent être identifiées, dans la mesure du possible, avant qu'elles ne conduisent à des déséquilibres intenablement et potentiellement dommageables au sein du système financier. Dans le même temps, il est utile d'essayer d'évaluer l'ampleur des faiblesses financières et leurs conséquences potentielles sur la stabilité globale du système financier, car cela permet, en particulier, de mieux cibler les actions des secteurs privé et public sur les risques les plus susceptibles de grever la stabilité financière.

Par conséquent, l'Eurosystème procède régulièrement à un suivi et à une évaluation des sources possibles de risques et de vulnérabilités du système financier afin d'identifier assez tôt les déséquilibres naissants et de définir les éléments qui permettront d'élaborer des mesures correctives ciblées, comme une intensification de la supervision financière ou de la surveillance des marchés.

Prise en compte
de toutes les composantes
du système financier

Ainsi, l'Eurosystème veille attentivement à la résilience du secteur bancaire, qui joue un rôle crucial dans la conduite et la transmission de la politique monétaire, dans le système de paiement, et dans l'acheminement des fonds des épargnants vers les investisseurs. Dans le même temps, cette analyse est complétée par une évaluation plus étendue, prenant en compte les autres composantes du système financier, comme les marchés, les intermédiaires financiers non bancaires et les infrastructures, en raison de leur place croissante dans le système et de leurs relations étroites avec les banques. En outre, l'Eurosystème attache une grande importance à une coopération poussée avec les autorités de contrôle en matière de surveillance de la stabilité financière, afin de combiner les approches macro et microprudentielles. Le BSC joue un rôle crucial à cet égard car il permet la mise en commun d'expertise concernant les fonctions de banque centrale et de contrôle.

Combinaison des aspects
macro et microprudentiels

Les activités de l'Eurosystème
reposent sur trois piliers :

Les activités de l'Eurosystème pour le suivi et l'évaluation de la stabilité financière reposent sur trois piliers.

examen semi-annuel
de la stabilité financière
dans la zone euro, ...

Premièrement, en 2000, la BCE a lancé l'élaboration d'un cadre complet permettant d'évaluer les risques et vulnérabilités potentiels de l'ensemble du système financier de la zone euro. Cette évaluation vise à déterminer la robustesse individuelle et collective des institutions, des marchés et des infrastructures de la zone euro, à identifier les principales sources de risque et de vulnérabilité susceptibles de poser problème pour la stabilité future du système financier et à estimer la capacité de ce dernier à faire face à ces risques s'ils se concrétisent. Depuis décembre 2004, les résultats de cette évaluation systématique sont présentés dans la *Revue de stabilité financière*, une publication semestrielle qui bénéficie de la contribution du BSC. Tout comme les publications de même nature émanant d'autres banques centrales dans le monde, l'objectif principal de la *Revue de stabilité financière* est de sensibiliser le secteur financier et le grand public aux évolutions qui ont une incidence sur la stabilité du système financier de la zone euro. De plus, en offrant un tour d'horizon de ces sources de risque et de vulnérabilité, ce rapport a également vocation à apaiser les tensions dans la sphère financière, voire les éviter.

... analyse macroprudentielle
et structurelle annuelle
du secteur bancaire de l'UE, ...

Deuxièmement, depuis 1999, le BSC réalise régulièrement des analyses macroprudentielles du secteur bancaire de l'UE, dont les résultats sont publiés chaque année depuis 2003 dans le rapport sur la stabilité du secteur bancaire de l'UE. En outre, le BSC passe régulièrement en revue les évolutions structurelles du secteur bancaire de l'UE qui sont importantes pour les banques centrales et les autorités de contrôle.

Le rapport annuel sur les structures bancaires de l'UE, publié depuis 2002, est le résultat de ce travail. Les analyses macroprudentielles et structurelles du BSC reposent sur une combinaison de statistiques agrégées collectées auprès des banques centrales et des autorités de contrôle de l'UE, ainsi que d'informations qualitatives et, dans la mesure du possible, prospectives émanant des membres du BSC.

Troisièmement, la BCE et l'Eurosystème, ainsi que d'autres banques centrales de l'UE, sont également étroitement associés et participent activement aux travaux d'autres institutions et organismes qui surveillent la stabilité financière en Europe et dans le monde. Au niveau de l'UE, ces instances apportent, en particulier, leur soutien au Comité économique et financier (CEF) qui examine deux fois par an les questions relatives à la stabilité financière dans sa formation chargée des questions de stabilité financière (*Financial Stability Table* – FST) depuis 2003 et qui est chargé de préparer les discussions du Conseil Ecofin sur ces questions⁸. Au niveau mondial, la BCE et les BCN de l'Eurosystème, ainsi que d'autres banques centrales de l'UE, participent activement aux activités de surveillance du Fonds monétaire international, du Forum sur la stabilité financière, du Comité sur le système financier mondial et de la Banque des règlements internationaux.

Malgré ces avancées non négligeables, le cadre de surveillance et d'évaluation de la stabilité financière de l'Eurosystème a encore besoin d'être amélioré. L'Eurosystème, et les banques centrales et les autorités de contrôle du monde entier, doivent en effet élaborer des approches quantitatives améliorées pour identifier les risques qui pèsent sur la stabilité financière et évaluer l'incidence potentielle de leur matérialisation. La tâche est ardue car la quantification de l'objectif de stabilité n'a rien de simple et il est par essence extrêmement difficile d'élaborer un cadre analytique approprié, comportant les bons indicateurs, modèles et méthodes. De surcroît, la transformation continue et rapide du système financier ainsi que l'innovation financière compliquent encore ce travail. En particulier, la complexité de certains des nouveaux instruments financiers, la redistribution des risques entre les secteurs et l'opacité des transactions d'un nombre croissant d'institutions financières non bancaires rendent la modélisation du système financier ainsi que la surveillance et l'évaluation des risques nettement plus difficiles⁹. Même si la tâche est colossale, force est de constater que des progrès significatifs ont été réalisés ces dernières années.

La *Revue de stabilité financière* a peu à peu gagné en profondeur analytique, notamment pour ce qui est de l'analyse des marchés et des institutions financières. On a, par exemple, élaboré des méthodes de quantification de l'exposition des grands groupes bancaires complexes au risque de crédit des entreprises, créé divers indicateurs des autres risques auxquels les banques, les *hedge funds* et les sociétés d'assurance sont confrontés, et mis en place des indicateurs d'activité des marchés destinés à décrire les déséquilibres financiers potentiels. Par ailleurs, des méthodes de conduite de simulations de crise macro sur le système financier de la zone euro ont également été développées. Le principal objectif de ces exercices de simulation consiste à évaluer les coûts économiques des effets potentiels des événements extrêmes ou des chocs de grande ampleur qui frappent le système financier. *In fine*, ce cadre de simulations de crise permettra de quantifier et de classer les risques par ordre d'importance, mais aussi de surveiller et d'évaluer plus précisément la stabilité financière. En outre, une fois intégralement effectués, ces exercices de simulation pourraient permettre à l'Eurosystème d'améliorer la cohérence interne et, partant, la dimension prédictive de sa surveillance de la stabilité financière. Depuis quelques années, la BCE travaille étroitement avec le BSC afin d'identifier les méthodes qui permettent de renforcer, en particulier,

... contribution à la surveillance de la stabilité financière en Europe et dans le monde.

Les problèmes quantitatifs de l'évaluation de la stabilité financière...

... nécessitent une amélioration constante des méthodes de l'Eurosystème.

⁸ Si le CEF rassemble normalement des représentants des ministères des Finances des pays de l'UE, des banques centrales nationales, de la BCE et de la Commission, dans sa formation FST, sa composition est étendue aux présidents du BSC et des comités de surveillance de l'UE, établis, pour ces derniers, selon le processus Lamfalussy (cf. la section suivante sur la réglementation et la supervision financières).

⁹ Cf. l'étude spécifique *Measurement challenges in assessing financial stability* dans le numéro de décembre 2005 de la *Revue de stabilité financière* de la BCE

**Besoin d'améliorer
la disponibilité et la qualité
de l'information**

**L'objectif est de garantir
la sécurité et la solidité
globales des institutions
financières.**

**Conseils et contributions
de la BCE/de l'Eurosystème...**

**... sur le cadre réglementaire
de l'UE pour les services
financiers**

**... et sur le cadre de l'UE
pour la réglementation
et la supervision financières**

la dimension transfrontière des simulations de crise, un aspect qui gagne en pertinence à mesure que l'intégration financière de la zone euro progresse et que les activités transfrontières des institutions financières s'intensifient¹⁰.

Il fallait aussi créer une infrastructure d'information adaptée pour soutenir les activités de surveillance et d'évaluation de la stabilité financière et, surtout, renforcer l'échange d'informations *via* le Comité de la surveillance bancaire (BSC) et le Comité des statistiques (STC), notamment grâce à la collecte annuelle de données bancaires consolidées pour l'ensemble du système bancaire de l'UE. Les problèmes de disponibilité et de qualité des données font partie des principaux obstacles à la poursuite de l'élaboration de cadres quantitatifs pour l'évaluation de la stabilité financière. Il est donc essentiel d'élargir l'ensemble des données de qualité disponibles.

RÉGLEMENTATION ET CONTRÔLE FINANCIERS

De peur que l'action du secteur privé ne parvienne pas à éviter la survenue de déséquilibres financiers, le cadre de réglementation et de contrôle de l'UE vise à promouvoir la sécurité et la solidité globales des institutions financières : les exigences prudentielles relatives aux fonds propres obligatoires, les meilleures pratiques de gestion du risque et la communication financière en constituent les principaux outils.

L'Eurosystème participe très étroitement à ces travaux, son analyse macroprudentielle et structurelle du système financier et l'évaluation microprudentielle des instances de contrôle se renforçant mutuellement. Par conséquent, la BCE et l'Eurosystème apportent des conseils et contribuent au développement du cadre communautaire de réglementation et de supervision. La BCE joue également un rôle consultatif pour ce qui est des projets d'amendement de la législation nationale en la matière.

Depuis quelques années, la BCE et l'Eurosystème contribuent fortement à l'amélioration du cadre réglementaire de l'UE pour les services financiers, par exemple par le biais du Plan d'action pour les services financiers (PASF) de 1999 qui a modernisé et complété le cadre réglementaire communautaire pour ces services (cf. chapitre 6). La BCE a participé au développement du PASF en donnant des avis formels sur les différents projets législatifs de la Commission et en prenant part à des comités techniques. Par la suite, l'Eurosystème a contribué à la formulation de la stratégie de politique communautaire sur les services financiers pour la période 2005-2010, qui a été publiée sous la forme d'un Livre blanc de la Commission en décembre 2005¹¹. La BCE et l'Eurosystème continuent d'apporter leur contribution et leur expertise pendant la mise en œuvre du Livre blanc¹².

L'Eurosystème participe aussi activement à l'élaboration du cadre institutionnel de l'UE pour la réglementation et la supervision financières. Il apporte notamment tout son soutien au « cadre Lamfalussy » pour la réglementation et la supervision financière, qui vise à améliorer l'efficacité et la flexibilité du processus de prise de décision législatif de l'UE, et pour la cohérence du cadre de réglementation et de supervision entre les États membres (cf. chapitre 6). La BCE joue également un rôle actif dans le fonctionnement du cadre Lamfalussy en tant qu'observateur des comités de niveau 2 dans le secteur bancaire et dans celui des valeurs mobilières et en tant que membre des comités de niveau 3 dans

10 Cf. J. Fell (2007), *Challenges for EU-wide macro stress-testing*, exposé présenté lors de la conférence de la BCE sur les exercices de simulation de crise financière, les 12-13 juillet 2007, disponible sur le site internet de la BCE à l'adresse : <http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf>

11 Cf. contribution de l'Eurosystème à la consultation publique sur le Livre vert de la Commission européenne sur la politique des services financiers (2005-2010), 1^{er} août 2005, disponible sur le site internet de la BCE à l'adresse : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf>

12 Par exemple, l'Eurosystème a répondu aux consultations de la Commission sur les actions possibles concernant les OPCVM et le crédit hypothécaire.

le secteur bancaire. Enfin, l'Eurosystème participe au suivi permanent du fonctionnement du cadre Lamfalussy¹³.

En décembre 2007, le Conseil Ecofin a mené le premier examen complet de l'approche Lamfalussy dans les secteurs financiers. Divers comités et forums de l'UE, ainsi que l'Eurosystème, y ont participé. Cet examen a souligné que le cadre Lamfalussy a permis d'importants progrès en termes d'efficacité et de transparence du processus législatif de l'UE et de renforcement de la cohérence du cadre de réglementation et de supervision. Cependant, les résultats de la supervision doivent encore davantage converger entre les États membres. Il est par conséquent nécessaire d'améliorer le fonctionnement de l'approche Lamfalussy (i) en conférant aux instances de supervision nationales un mandat européen, (ii) en réduisant les options et pouvoirs discrétionnaires nationaux dans les règles de l'UE et en définissant des exigences de communication financière plus homogènes, (iii) en renforçant le rôle des comités Lamfalussy de niveau 3 dans la poursuite de la convergence et de la coopération en matière de supervision, et en accordant plus de pouvoirs aux collègues d'instances de contrôle dans la supervision des groupes transfrontières¹⁴. Le conseil Ecofin décidera des modalités pratiques de mise en œuvre de ces priorités lors de sa réunion de juin 2008.

GESTION DES CRISES FINANCIÈRES

Malgré de nettes améliorations dans la prévention des crises transfrontières, on ne peut exclure l'apparition de perturbations ayant des répercussions sur la stabilité financière transfrontière. La principale voie de recours reste une solution émanant du secteur privé. Si l'action de ce dernier ne suffisait pas à contenir la crise, on pourrait également envisager des actions publiques complémentaires. Cependant, cette éventuelle intervention reste à la discrétion du secteur public et repose sur le concept d'« ambiguïté constructive », visant à neutraliser le risque d'aléa moral.

Pour la gestion des crises, la répartition des responsabilités entre l'Eurosystème, les BCN, les autorités de contrôle et les ministères des Finances dépend de la nature de la crise : crise de liquidité ou de solvabilité.

Lors d'une crise générale de la liquidité, la BCE peut rétablir un fonctionnement ordonné du marché monétaire par des opérations sur la liquidité (cf. chapitre 3), en utilisant les procédures convenues au niveau de l'Eurosystème. En outre, les BCN peuvent procurer, temporairement et en échange d'une garantie suffisante, une facilité d'urgence (*emergency liquidity assistance* – ELA) à des établissements de crédit illiquides mais solvables. La fourniture d'une facilité d'urgence reste à la discrétion de la BCN compétente, sous réserve du respect des conditions fixées dans le Traité, qui interdit le financement monétaire, et n'est possible que dans des cas exceptionnels. Les BCN peuvent considérer que cette assistance se justifie notamment s'il s'agit d'éviter ou d'atténuer des répercussions systémiques potentielles résultant d'une contagion *via* d'autres établissements financiers ou infrastructures de marché. En 1999, l'Eurosystème a adopté des procédures spécifiques de partage de l'information en cas d'octroi d'une facilité d'urgence par une BCN de l'Eurosystème. Ces procédures ont pour but de veiller à ce

13 Un élément important de cette contribution est lié à l'examen 2005 par la Commission du fonctionnement du cadre Lamfalussy concernant la législation des marchés des valeurs mobilières, cf. *Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation. Contribution to the Commission's Public Consultation*, 17 février 2005, disponible sur le site internet de la BCE à l'adresse : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf>. L'Eurosystème a également contribué à l'élaboration du Rapport sur la supervision financière du Comité sur les services financiers, finalisé en février 2006 et adopté par le conseil Ecofin en mai 2006. Plus récemment, l'Eurosystème a participé au premier examen complet du cadre Lamfalussy dans les secteurs financiers. Cf. *Review of the Lamfalussy framework. Eurosystem Contribution*, 30 novembre 2007, disponible sur le site internet de la BCE à l'adresse : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

14 Ces priorités ont également été soulignées dans la contribution précitée de l'Eurosystème à l'examen du cadre Lamfalussy (cf. l'article intitulé *L'évolution des dispositifs de l'UE en matière de stabilité financière du Bulletin mensuel* d'avril 2008, pour de plus amples informations).

Le secteur privé,
première ligne de défense

Rôle de l'Eurosystème

... durant les crises de liquidité

que, si une BCN effectue une intervention de ce type, et en supporte les coûts et les risques, les effets puissent être gérés de manière à permettre le maintien d'une orientation appropriée de la politique monétaire unique.

... et de solvabilité

Lors d'une crise de solvabilité, la responsabilité première pour la gestion et la résolution de la crise incombe aux ministères des Finances, qui décident de fournir ou non un appui financier, et aux instances de contrôle, qui peuvent prendre des mesures exceptionnelles afin de stabiliser l'établissement en difficulté ou décider d'en limiter l'activité.

Que la crise financière soit une crise de liquidité ou de solvabilité, l'Eurosystème peut contribuer à l'endiguer grâce aux connaissances et à l'expérience analytiques qu'il a acquises par le suivi de la stabilité financière et l'évaluation des possibles voies de propagation des perturbations financières au sein du système financier et de leurs implications potentielles pour la stabilité. Si, de plus, la crise de liquidité ou de solvabilité a des répercussions sur le fonctionnement des infrastructures de marché, l'Eurosystème peut prendre des mesures pour que ces infrastructures continuent de fonctionner normalement.

Une interaction efficace entre les autorités est cruciale.

Vu la nécessité d'une action très rapide et bien ciblée en cas de crise financière, une interaction souple et efficace entre toutes les autorités compétentes (banques centrales, autorités de contrôle et ministères des Finances) est cruciale. Étant donné le grand nombre d'instances en jeu dans le contexte de l'UE, la tâche est lourde. En outre, si une définition claire des responsabilités et une structure visant à faciliter le partage de l'information et la coopération sont indispensables, il est impossible de définir à l'avance une procédure universelle à suivre pour gérer une crise, puisque chaque crise financière est unique. La flexibilité et la discrétion sont également essentielles si l'on veut éviter le risque d'aléa moral.

Les dispositifs communautaires de gestion des crises ont été renforcés...

Néanmoins, beaucoup d'efforts ont été déployés au cours de la dernière décennie pour renforcer les dispositifs communautaires de gestion des crises. L'Eurosystème intervient activement dans trois grands domaines : (i) la clarification du cadre législatif pour la gestion des crises, à savoir la directive de 2006 sur l'adéquation des fonds propres (CRD) et celle de 2002 relative aux conglomérats financiers (FCD), (ii) l'extension et l'amélioration continue des accords de coopération volontaire entre les autorités sous la forme de protocoles d'accord à l'échelle communautaire et (iii) des exercices de simulation des crises financières à la fois au niveau de l'UE et de l'Eurosystème en vue de renforcer les dispositifs législatifs et informels en place et de rehausser le niveau global de préparation à la résolution de crises¹⁵.

... et de nouvelles initiatives sont en cours.

Le renforcement des dispositifs de l'UE pour la gestion des crises financières a franchi une étape décisive en octobre 2007, lorsque le Conseil Ecofin a défini une feuille de route stratégique sur les dispositifs de stabilité financière de l'UE¹⁶. Les principales composantes de cette feuille de route sont (i) l'adoption d'un ensemble de principes communs pour la gestion de toute crise financière transfrontière, ainsi que d'un cadre analytique commun pour l'évaluation des crises financières élaboré par le BSC (Comité de la surveillance bancaire) et le CECB (Comité européen des contrôleurs bancaires) ; ces mesures ont été formellement entérinées en avril 2008 par la signature d'un nouveau protocole d'accord par les ministères des Finances de l'UE, les gouverneurs des banques centrales et les contrôleurs bancaires ; (ii) le renforcement de ce cadre grâce à des accords spécifiques de coopération entre les autorités concernées ;

15 L'article intitulé *Dispositifs de l'UE pour la gestion des crises financières* du *Bulletin mensuel* de février 2007 propose un aperçu de ces trois axes de travail.

16 Cette feuille de route repose sur les recommandations du groupe de travail *ad hoc* du Comité économique et financier sur les dispositifs de stabilité financière de l'UE, qui regroupe des représentants de haut niveau des ministères des Finances, des banques centrales, des autorités de surveillance, de la BCE et de la Commission, et a été formé en septembre 2006 en vue de rechercher les moyens de clarifier et d'améliorer les dispositifs existants de résolution des crises financières transfrontières dans l'UE, en s'appuyant tout particulièrement sur les enseignements utiles fournis par l'exercice de simulation de crise financière réalisé à l'échelle de l'UE en avril 2006. Pour plus de détails sur la feuille de route de l'Ecofin et les mesures qui se sont ensuivies, cf. l'article intitulé *L'évolution des dispositifs de l'UE en matière de stabilité financière* du *Bulletin mensuel* d'avril 2008

Tableau I Principales fonctions de l'Eurosystème dans le domaine de la stabilité financière

Domaine	Niveau	Principales activités de l'Eurosystème
Suivi et évaluation de la stabilité financière		
Évaluation du système financier de la zone euro	Zone euro	<i>Revue de stabilité financière</i> , publication semestrielle de la BCE
Analyse macroprudentielle du secteur bancaire de l'UE	UE	Rapport annuel de la BCE sur la stabilité du secteur bancaire de l'UE
Analyse structurelle du secteur bancaire de l'UE	UE	Rapport annuel de la BCE sur les structures bancaires de l'UE
Suivi de la stabilité financière de l'UE	UE	Contribution aux discussions du CEF-FST et du conseil Ecofin
Simulations de crise macro	UE/zone euro	Contribution à l'élaboration de simulations de crise macro pour l'ensemble du secteur
Réglementation et surveillance financières		
Stratégie globale de l'UE pour les services financiers	UE	Contribution au débat sur les politiques publiques (par exemple la stratégie de l'UE sur la politique des services financiers pour la période 2005-2010)
Actions législatives spécifiques	UE	Avis et contribution technique de la BCE (<i>via</i> les comités Lamfalussy de niveau 2 dans le secteur bancaire et celui des valeurs mobilières)
Cohérence de la mise en œuvre des règles de l'UE	UE	Contribution à l'élaboration de normes et de pratiques de supervision communes dans le secteur bancaire (<i>via</i> le comité Lamfalussy de niveau 3, le CEBS)
Renforcement du cadre de surveillance de l'UE	UE	Contribution au débat sur les politiques publiques (par exemple sur l'examen 2007 du cadre Lamfalussy)
Gestion des crises financières		
Renforcement du cadre législatif de l'UE	UE	Avis et contribution technique de la BCE (<i>via</i> les comités Lamfalussy de niveau 2)
Facilité d'urgence (ELA – <i>Emergency liquidity assistance</i>)	Zone euro	Évaluation par l'Eurosystème de la compatibilité des opérations d'ELA avec la politique monétaire, lors de leur mise en œuvre par les BCN
Évaluation systémique d'une crise financière	UE	Cadre analytique commun BSC-CEBS
Coopération entre banques centrales, ministères des Finances et autorités de contrôle de l'UE	UE	Contribution à l'élaboration des Protocoles d'accord en 2003, 2005 et 2008 Participation active à l'élaboration d'une stratégie globale de renforcement des mécanismes de stabilité financière de l'UE (par exemple concernant la feuille de route 2007 du conseil Ecofin) Participation à la conception et à la conduite d'exercices de simulation de crise dans l'UE
Préparation de l'Eurosystème à la survenue de crises financières	Zone euro	Exercices de simulation de crises financières de l'Eurosystème

(iii) une invitation, adressée à la Commission, à évaluer, en étroite coopération avec les États membres, la pertinence d'éventuelles clarifications des accords entre pays d'origine et d'accueil concernant la gestion des crises, dans le cadre de la CRD, et à formuler des propositions à ce sujet d'ici la fin 2008, et (iv) une demande, adressée à la Commission, pour l'évaluation des améliorations qu'il serait possible d'apporter à la réglementation relative au transfert des actifs au sein des groupes bancaires, à la directive européenne sur la liquidation des établissements et au rôle des systèmes de garantie de dépôts et du soutien des autorités publiques dans les situations de crise.

ENSEIGNEMENTS ET PERSPECTIVES

Un grand nombre de mesures pour le renforcement des dispositifs de stabilité financière dans la zone euro et l'UE ont été adoptées ces dix dernières années. L'Eurosystème a joué un rôle clé à cet égard. Tout d'abord, il mène diverses actions au niveau de la zone euro en vue d'y favoriser et d'y préserver la stabilité du système financier, s'attachant tout particulièrement au suivi et à l'évaluation de la stabilité financière ainsi qu'à la mise en œuvre d'opérations de marché qui visent à remédier aux chocs financiers généraux et à atténuer les tensions sur le marché monétaire. Deuxièmement, l'Eurosystème épaulé les instances nationales et communautaires dans les domaines du suivi et de l'évaluation de la stabilité financière, de la supervision et de la réglementation financières, ainsi que de la gestion des crises. Malgré des réalisations non négligeables, le cadre communautaire pour la stabilité financière continue d'évoluer et appelle de nouvelles améliorations pour suivre le rythme des progrès de l'intégration et de l'innovation financières.

Des accomplissements
substantiels de l'Eurosystème

Tout d'abord, s'agissant du suivi et de l'évaluation de la stabilité financière, il importe de toujours mieux comprendre le système financier, complexe et en rapide mutation et de participer activement à l'élaboration d'approches quantitatives améliorées. Il conviendra notamment de concevoir des mesures permettant une analyse plus complète des interdépendances entre les sphères réelle et financière et de nouveaux progrès dans les techniques de simulation de crises macro.

Deuxièmement, l'Eurosystème devra continuer d'être très présent dans la formulation de conseils de qualité au sujet des dispositifs de l'UE relatifs à la réglementation et à la supervision financières. Une de ses principales missions consistera à veiller au fonctionnement efficace et efficient du processus Lamfalussy, à la fois afin d'exploiter pleinement le potentiel du cadre réglementaire amélioré de l'UE mis en place avec le Plan d'action pour les services financiers (PASF) et de faire en sorte que les dispositifs de surveillance de l'UE suivent le rythme des opérations des groupes financiers ayant d'importantes activités transfrontières, qui jouent un rôle de plus en plus important au sein du Marché unique, et qu'ils répondent à la nécessité d'une interface simplifiée et homogène pour la surveillance.

Troisièmement, il convient de maintenir la dynamique d'amélioration des dispositifs communautaires de gestion des crises. Le Protocole d'accord de 2008 signé par les ministères des Finances de l'UE, les banques centrales et les autorités de contrôle a constitué une avancée majeure à cet égard. Des efforts devront être déployés pour appliquer et mettre à l'épreuve cet accord efficacement, de manière à le rendre aussi opérationnel que possible. Pour sa part, l'Eurosystème poursuivra les tests et, au besoin, les améliorations de ses propres dispositifs de gestion des crises financières.

Enfin, l'Eurosystème doit contribuer à renforcer la coopération entre les banques centrales et les autorités de surveillance au sein de l'UE, notamment pour traiter les questions relatives aux grands groupes financiers transfrontières. L'intensification du partage d'informations sur les évolutions majeures des activités et des profils de risque de ces groupes est nécessaire sur une base continue, mais aussi pour la gestion des situations de crise.

7.3 SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Les infrastructures de marché facilitent la circulation des fonds, des titres et des autres instruments de paiement entre les agents économiques et, partant, constituent une composante clé du système financier. Les infrastructures de marché englobent les divers systèmes de négociation, de compensation et de règlement-livraison des titres et les systèmes de paiement, l'ensemble des dispositifs, institutions, règles et procédures qui les régissent, ainsi que les instruments de paiement qu'ils traitent. En raison de leur rôle critique et de leur configuration en réseau, les infrastructures de paiement et de titres sont souvent considérées comme le « système vasculaire » du système financier. Les parties prenantes concernées sont les gestionnaires des systèmes, les participants (établissements financiers), les prestataires de services, les banques centrales, les instances de réglementation et, enfin, tous les agents économiques, en tant qu'utilisateurs finals des services de paiement et de règlement.

Les infrastructures de marché ne cessent de se complexifier, la valeur et le volume des transactions qu'elles traitent affichent une rapide croissance, et les banques centrales reconnaissent depuis longtemps l'importance que revêt le bon fonctionnement de ces infrastructures pour le maintien de la stabilité financière. À l'évidence, les propriétaires et gestionnaires de systèmes sont les premiers responsables de la fiabilité du fonctionnement des infrastructures de marché et de la fourniture de services de paiement et de règlement sûrs et efficaces. Néanmoins, compte tenu de son rôle dans la politique monétaire et la stabilité financière, dans la fourniture de comptes de règlement pour les participants au système de paiement et de

l'intérêt qu'il a à préserver la confiance du public dans les instruments de paiement, l'Eurosystème, tout comme les banques centrales en général, a fait de la surveillance des infrastructures de marché l'une de ses fonctions de base. L'objectif ultime de la surveillance est de promouvoir le bon fonctionnement des infrastructures afin de prévenir toute propagation, au système financier et à l'économie dans son ensemble, des perturbations qui pourraient survenir dans ces infrastructures. Les principales activités de surveillance incluent l'élaboration de principes de surveillance, le suivi continu de la performance des infrastructures de marché et l'évaluation régulière de leur conformité aux normes sur la base d'une méthodologie définie.

RÔLE DE LA BCE ET DE L'EUROSYSTÈME

Le traité instaurant la Communauté européenne et les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne (BCE) reconnaissent la surveillance comme l'une des missions fondamentales de l'Eurosystème. Selon l'Article 105 (2) du Traité et l'Article 3 des Statuts, « les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à [...] promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement ». En outre, l'Article 22 des Statuts dispose que « 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 paiement au sein de la Communauté et avec les pays tiers ».

La fonction de surveillance de l'Eurosystème couvre les systèmes de paiement et de règlement en euros, tant pour les montants élevés que pour les paiements de masse. Afin de veiller à l'égalité de traitement des participants, les mêmes normes minimales sont appliquées aux systèmes gérés par l'Eurosystème (par exemple TARGET2) et aux systèmes de paiement gérés par des entités privées.

Étant donné leur importance pour la stabilité financière, la fonction de surveillance s'est initialement intéressée aux systèmes de paiement en euros de montant élevé. Cependant, les surveillants ont progressivement étendu leurs activités aux systèmes de paiement de détail, aux instruments de paiement et aux prestataires de services.

LES SYSTÈMES, LES INSTRUMENTS DE PAIEMENT ET LES PRESTATAIRES DE SERVICES POUR LES INFRASTRUCTURES

Conformément au cadre de surveillance commun, les BCN sont chargées de la mise en œuvre de la politique de surveillance de la BCE pour les systèmes de paiement juridiquement localisés dans leur juridiction. En outre, le Conseil des gouverneurs peut décider de confier à la BCE des responsabilités de surveillance pour des systèmes présentant des caractéristiques particulières.

Dans ce contexte, la BCE a été chargée de la surveillance de l'EPM (*ECB Payment Mechanism* ; mécanisme de paiement de la BCE), la composante de TARGET gérée par la BCE¹⁷. La structure intégrée de TARGET2, nouvelle plate-forme qui remplace progressivement TARGET sur la période 2007-2008, nécessite de modifier la structure du cadre de surveillance. Le Conseil des gouverneurs est l'autorité de surveillance ultime du système, épaulé par le Comité des systèmes de paiement et de règlement. Toutes les activités de surveillance de TARGET2 sont conduites et coordonnées par la fonction de surveillance de la BCE, en collaboration étroite avec les banques centrales nationales de la zone euro.

En outre, la BCE surveille trois systèmes gérés par l'*EBA Clearing company* (ABE Clearing) de l'Association bancaire pour l'euro (ABE) : EURO1 pour les paiements de montant élevé, STEP1 pour les paiements individuels de petit montant et STEP2, une nouvelle plate-forme qui propose des services de traitement par lots pour les paiements de détail transfrontières.

¹⁷ Conformément aux principes convenus au niveau de l'Eurosystème, la BCE a organisé des structures distinctes pour les fonctions opérationnelle et de surveillance, de manière à éviter tout conflit d'intérêt.

La surveillance, fonction clé
des banques centrales :
rôle et champ de compétence

La BCE principal surveillant

Surveillance coopérative de CLS

Certains systèmes de paiement traitent les transactions libellées en euros en dehors de la zone euro. Parmi eux, le plus important est CLS (*Continuous linked settlement*), pour lequel la BCE surveille le traitement des règlements en euros, en étroite coopération avec le Système fédéral de réserve des États-Unis, qui est le principal surveillant (*primary overseer*) de CLS, conformément aux principes de surveillance coopérative¹⁸.

Instruments et systèmes de paiement de détail

D'après le cadre de surveillance commun de l'Eurosystème, la surveillance des systèmes de paiement de détail s'effectue essentiellement au niveau des BCN. Néanmoins, afin que l'approche appliquée soit harmonisée, l'Eurosystème a défini une politique de surveillance et procédé à une évaluation de ces systèmes en 2005.

En ce qui concerne la surveillance des moyens de paiement, l'Eurosystème a instauré en 2007 un cadre de surveillance pour les systèmes de paiement par carte. Ce cadre de surveillance a fait l'objet d'une consultation, avant d'être publié en janvier 2008.

Cadre de surveillance fondé sur le risque pour SWIFT

Le fonctionnement de l'infrastructure des marchés financiers repose sur un certain nombre de prestataires de services. Parmi eux, SWIFT, le prestataire mondial de services de messagerie financière sécurisée destinés au secteur financier, en est, de loin, l'acteur le plus important et, bien qu'il ne s'agisse pas d'un système de paiement à proprement parler, il appelle une attention particulière de la part des autorités de surveillance. Conformément à l'accord conclu entre les banques centrales du G10, SWIFT fait l'objet d'une surveillance coopérative depuis fin 1997, la Banque nationale de Belgique en étant le principal surveillant (*lead overseer*). Dans le cadre de sa participation à la surveillance coopérative de SWIFT, la BCE a contribué à l'élaboration d'« attentes de haut niveau » pour la surveillance de SWIFT. Finalisée en juin 2007, cette initiative a été intégrée à la méthodologie fondée sur les risques appliquée à la surveillance de SWIFT.

SYSTÈMES DE COMPENSATION ET DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES

Un intérêt marqué pour le règlement de titres

Les systèmes de règlement-livraison de titres (*securities settlement systems* – SSS) et les contreparties centrales pour la compensation des instruments financiers (*central counterparty* – CCP) sont étroitement liés aux systèmes de paiement¹⁹, si bien que la sécurité de leur fonctionnement est cruciale pour la stabilité financière. En outre, les SSS sont liés à la politique monétaire pour leur rôle dans le règlement-livraison des actifs financiers constituant les garanties éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème. À cette fin, bien que l'Eurosystème n'applique aucun cadre de surveillance commun aux systèmes de règlement-livraison de titres, les banques centrales ont un fort intérêt au bon fonctionnement de ces systèmes dans la zone euro.

Évaluation au regard des « normes utilisateur »

En 1998, l'Eurosystème a adopté un ensemble de normes visant à évaluer l'éligibilité des SSS pour opérer le règlement-livraison des actifs financiers mis en garantie pour les opérations de crédit de l'Eurosystème (les « normes utilisateur » (*user standards*)). Les SSS, ainsi que les liens établis entre eux, sont régulièrement évalués au regard des « normes utilisateur » en vue de garantir un même niveau de sécurité pour les opérations de crédit dans l'ensemble de la zone euro. L'éligibilité de l'utilisation de ces SSS et des liens pour la constitution des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème est conditionnée par leur évaluation conforme au regard des « normes utilisateur ».

¹⁸ Tels que définis dans le *Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du Groupe des Dix*, publié par la Banque des règlements internationaux (BRI) en novembre 1990 (Rapport Lamfalussy) et actualisés dans le rapport du CSPR *Central bank oversight of payment and settlement systems* (mai 2005).

¹⁹ Le règlement des transactions de titres inclut une partie livraison-titres et une partie *cash*. Le règlement de la partie *cash* s'opère essentiellement dans les systèmes de règlement brut en temps réel (*Real time gross settlement systems*, RTGS) des banques centrales, parallèlement au règlement de la partie titres auprès d'un dépositaire central, selon le modèle livraison contre paiement.

COOPÉRATION AVEC D'AUTRES AUTORITÉS

Pour remplir sa fonction de surveillance, l'Eurosystème a noué et entretient des relations avec les autres instances responsables des questions liées aux infrastructures de marché.

À cette fin, le cadre de coopération entre les banques centrales de l'UE, au titre de la surveillance des systèmes, et les superviseurs bancaires est défini dans les protocoles d'accord portant sur la coopération et les échanges d'informations dans trois types de circonstances : (i) mise en place d'un système de paiement et demandes d'accès à ce système ; (ii) activités courantes, et (iii) situations de crise.

En outre, un cadre de coopération sur les systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres a été instauré en 2001 entre le SEBC et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM). Un groupe de travail SEBC/CERVM a entrepris d'adapter les recommandations CSPP-OICV pour les systèmes de règlement-livraison de titres et les contreparties centrales²⁰ à l'environnement européen. Bien que le SEBC/CERVM ait accompli des progrès notables en la matière, il reste des questions à résoudre pour achever l'élaboration des normes de surveillance envisagées pour les systèmes de règlement-livraison de titres et les contreparties centrales dans l'UE.

LES GRANDES ORIENTATIONS ET LES PRINCIPALES ACTIVITÉS DE SURVEILLANCE

Les grandes orientations et les objectifs de surveillance de l'Eurosystème ont été exposés dans un certain nombre de publications, de normes de haut niveau et de prises de position sur des sujets spécifiques, approuvées par le Conseil des gouverneurs. La fonction de surveillance réalise régulièrement des évaluations de la conformité des infrastructures de marché aux normes applicables. Les étapes de l'évolution des stratégies, ainsi que les principales activités menées dans ce domaine au cours de la décennie écoulée sont explicitées dans le tableau 2, par ordre chronologique.

20 Le CSPP est le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement des banques centrales des pays du Groupe des Dix. L'OICV est l'Organisation internationale des commissions de valeurs. Les rapports sur les recommandations pour les systèmes de règlement de titres et pour les contreparties centrales sont disponibles sur le site internet de la BRI.

Tableau 2 Fonction de surveillance de la BCE de l'Eurosystème : les grandes réalisations

Les principales mesures

En août 1998, la BCE a publié un rapport sur la monnaie électronique (*Report on electronic money*), élaboré à partir d'une analyse menée sous l'égide de l'IME. Celui-ci explique pourquoi l'émission de monnaie électronique doit être réglementée et énonce les exigences minimales que doivent respecter les émetteurs de monnaie électronique, ainsi que les objectifs souhaitables.

En novembre 1998, l'Eurosystème a exposé les grandes lignes de ses principes relatifs aux systèmes de paiement et de règlement en euros et situés hors de la zone euro.

Dans sa déclaration de juin 2000, le Conseil des gouverneurs de la BCE a clarifié le rôle de l'Eurosystème en matière de surveillance des systèmes de paiement et explicité ses objectifs et principes¹.

En février 2001, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté les Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique² (les Principes fondamentaux), ensemble de normes minimales employées par l'Eurosystème dans ses activités habituelles de surveillance des systèmes de paiement. Ces principes donnent des orientations pour la conception et l'exploitation des différents systèmes de paiement grâce à la définition des impératifs généraux auxquels doivent répondre ces infrastructures, notamment une base juridique solide, une gestion adéquate des risques financiers, la sécurité et la fiabilité opérationnelle, l'efficacité et des procédures de gouvernance responsables et transparentes. Les Principes fondamentaux s'appliquent à tous les types de systèmes de paiement d'importance systémique³.

En septembre 2001, la BCE a publié un document intitulé *The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing*, qui présente sa position sur les possibles implications du processus de consolidation dans une opération de compensation avec contrepartie centrale.

1) *Role of the Eurosystem in the field of payment systems oversight*, disponible sur le site internet de la BCE

2) Rapport du CSPP, *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*, disponible sur le site internet de la BRI

3) On considère qu'un système de paiement est d'importance systémique si les perturbations qui l'affectent sont susceptibles de déclencher ou de transmettre de nouvelles perturbations à l'ensemble du système financier. Pour l'Eurosystème, tous les systèmes de paiement de montant élevé qui opèrent en euros sont d'importance systémique.

Cadres de coopération

Transparence des stratégies
et des activités

Tableau 2 Fonction de surveillance de la BCE de l'Eurosystème : les grandes réalisations (suite)

Publié en mai 2003, le rapport sur les objectifs de sécurité pour les systèmes de monnaie électronique (EMSSO – *Electronic money system security objectives*) présente les attentes de l'Eurosystème vis-à-vis de la sécurité technique des systèmes de monnaie électronique. Ce rapport comporte une description générale des systèmes de monnaie électronique, une analyse complète des risques/menaces et la liste des objectifs de sécurité auxquels doivent répondre les systèmes de monnaie électronique afin de couvrir ces risques/menaces.

Le cadre de surveillance pour les systèmes de paiement de détail, adopté en juin 2003, vise à garantir que ces systèmes ne puissent devenir des vecteurs de risques systémiques ou de dysfonctionnement économique dans la zone euro. Ce cadre contient des critères de classification des systèmes de paiement de détail selon leur importance systémique.

Le rapport sur les attentes de l'Eurosystème en matière de continuité opérationnelle des systèmes de paiement d'importance systémique (*Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems*) a été publié en mai 2006. En réaction aux nouvelles menaces apparues ces dernières années, l'objectif premier de ce rapport était de définir un cadre de surveillance harmonisé pour la continuité opérationnelle. Il donne aux opérateurs de systèmes de paiement d'importance systémique des orientations leur permettant d'obtenir des niveaux suffisants et homogènes de résilience, en mettant l'accent sur la stratégie de continuité opérationnelle, la planification et les simulations, ainsi que sur la gestion des crises.

En juillet 2007, la BCE a publié les principes de l'Eurosystème pour la localisation et l'exploitation des infrastructures de règlement des transactions de paiement libellées en euros (*Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions*). Ces principes s'appliquent à toute infrastructure de paiement existante ou potentielle située en dehors de la zone euro et qui règle des transactions en euros. Ils précisent également la position de l'Eurosystème en la matière, qui entend conserver systématiquement le contrôle ultime sur sa monnaie.

En janvier 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé le rapport intitulé *Oversight framework for card payment schemes – Standards* (cadre de surveillance pour les systèmes de paiement par carte – Principes) qui définit les principes de surveillance de l'Eurosystème pour les systèmes de paiement par carte dans la zone euro. L'objectif de ces principes est d'assurer la sécurité et l'efficacité de ces systèmes.

Évaluation des principales infrastructures de paiement

En 2001, à la demande de la BCE, le FMI a élaboré un rapport sur l'observation des normes et des codes (RONC) concernant la zone euro, dans le contexte de son Programme d'évaluation du secteur financier (PESF). S'agissant des systèmes de paiement, l'évaluation portait sur TARGET et le système EURO1⁴.

Avant le lancement du système CLS en 2002, la BCE et d'autres banques centrales émettrices d'une devise admise dans CLS ont réalisé une évaluation conjointe des risques du système. Au vu des résultats positifs de cette évaluation, la BCE a approuvé l'inclusion de l'euro parmi les devises admises dans CLS.

Courant 2003, dix-neuf systèmes de paiement de montant élevé en euros, englobant toutes les composantes de TARGET, ont été évalués au regard des Principes fondamentaux. Les résultats de cette évaluation sont disponibles sur le site internet de la BCE (2004)⁵.

Début 2005, les autorités de surveillance de TARGET ont procédé à une évaluation de la surveillance de SORBNET-EURO, le système de règlement brut en temps réel en euros du Narodowy Bank Polski, en vue de sa connexion par l'intermédiaire du système RTGS de la Banca d'Italia (BIREL).

En août 2005, le résultat d'une évaluation détaillée de la surveillance de quinze systèmes de paiement de détail au regard des Principes fondamentaux applicables a été présenté sur le site internet BCE.

En 2006, une évaluation approfondie de la surveillance a été menée à propos des conséquences de la connexion du système de règlement brut en temps réel (RTGS) en euros de l'Eesti Pank à TARGET via le système BIREL.

Avant sa mise en œuvre en novembre 2007, TARGET2 a fait l'objet d'une évaluation complète de la surveillance au regard des Principes fondamentaux. La version finale du rapport d'évaluation détaillé sur TARGET2 devrait être publiée courant 2009.

Autres activités principales

En coopération avec les BCN, les différents systèmes de paiement et de titres utilisés dans les pays de l'UE font régulièrement l'objet d'une description détaillée, présentée dans la publication de la BCE intitulée *Payment systems in the European Union* (dit Livre bleu, ou *Blue Book*), ainsi que d'un *addendum* au Livre bleu, qui donne des statistiques détaillées sur ces systèmes. La dernière édition en date du Livre bleu (la quatrième) a été publiée en 2007.

La fonction de surveillance suit de près l'évolution des activités des banques correspondantes. Des enquêtes sont régulièrement menées (la dernière en date remonte à 2005) sur un échantillon de banques, afin d'étudier du point de vue des risques systémiques les caractéristiques de ces dispositifs de paiement particuliers. Étant donné la nature confidentielle des données fournies par les banques, seuls les participants ont accès aux résultats de ces enquêtes.

En 2007, l'ancienne méthodologie d'évaluation a été révisée et une méthodologie commune développée pour la surveillance des systèmes de paiement en euros d'importance systémique et des systèmes de grande importance. À la suite d'une consultation publique réalisée au deuxième semestre 2007, la version finale de cette nouvelle méthodologie a été mise en ligne sur le site de la BCE en novembre 2007.

4) Site internet du FMI, octobre 2001

5) Rapport intitulé *Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles*

ENSEIGNEMENTS ET PERSPECTIVES

La fonction de surveillance des banques centrales s'exerce dans un environnement dynamique. Des évolutions interviennent sur les marchés financiers aux niveaux européen et mondial, elles affectent le cadre juridique et les infrastructures de marché elles-mêmes, ainsi que les relations entre ces divers éléments. Ces évolutions doivent être prises en compte dans les stratégies et activités de surveillance des banques centrales. Ces dix dernières années ont montré que la fonction de surveillance de la BCE, en étroite coopération avec les banques centrales nationales de l'Eurosystème et le SEBC, mais aussi au niveau international, a su faire face à ces évolutions. Les grandes orientations et les normes de surveillance contribuent à rendre les systèmes de paiement et de règlement sûrs et efficaces. L'étroite interaction entre les surveillants, les gestionnaires de système et les participants contribue nettement à l'acceptation des grandes orientations et des normes de surveillance de l'Eurosystème par les acteurs du marché et à leur mise en œuvre par les entités surveillées.

Pour répondre aux évolutions à venir, et outre leurs activités actuelles de surveillance des infrastructures de marché de la zone euro, les surveillants de la BCE et de l'Eurosystème envisagent, entre autres, (i) d'accroître la transparence des objectifs et activités de surveillance par la mise à jour de la déclaration publique de l'Eurosystème sur la surveillance de juin 2000 et par la publication régulière d'un rapport de surveillance, (ii) de continuer à contribuer aux travaux du groupe de travail SEBC/CERVM, (iii) de prendre part aux consultations entre les banques centrales participant à la surveillance coopérative de CLS et SWIFT, (iv) de coopérer avec d'autres banques centrales de l'UE dans le domaine de la continuité opérationnelle et (v) d'élaborer un cadre de surveillance fondé sur les risques. Compte tenu de l'intégration croissante des marchés financiers et des infrastructures de marché dans la zone euro, mais aussi à une échelle globale, la BCE continuera d'attacher une importance majeure à l'étroite coopération entre les autorités de surveillance de l'Eurosystème et du SEBC ainsi qu'avec d'autres autorités concernées, telles que les superviseurs bancaires et les régulateurs des marchés des valeurs mobilières.

Évolution de la surveillance
dans un environnement
dynamique

Quelques priorités
pour demain

PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES

	 Euro-15	 UE-27		
Population (en millions)	319	495	302	128
PIB (PPA, en milliers de milliards d'euros)	8,9	12,6	12,0	3,7
PIB par habitant (PPA, en milliers d'euros)	27,8	25,4	39,6	29,0
Part du PIB mondial (PPA, en pourcentage)	16,1	22,7	21,3	6,6
Exportations (biens et services, en pourcentage du PIB) **	22,6	14,2	11,8	18,4
FBCF (en pourcentage du PIB)	21,7	21,2	18,7	23,3
Épargne brute (en pourcentage du PIB)	22,5	20,8	13,4	29,6

* 2007 ** Zone euro hors Chypre et Malte
Sources : Pour la zone euro et l'UE : BCE, Eurostat, données nationales, FMI et calculs de la BCE ; pour les États-Unis et le Japon : sources nationales, FMI



8 LES STATISTIQUES

Des statistiques de haute qualité constituent un élément essentiel de l'analyse, de la recherche et de la prise de décision de la BCE. De nombreuses fonctions de la BCE, telles que décrites dans les chapitres précédents, ne pourraient pas être remplies correctement sans la disponibilité d'informations statistiques rapides, fiables et cohérentes. En outre, les statistiques de la BCE servent à des utilisateurs tels que les analystes de marché, les universitaires et le grand public. Les statistiques fournies par la BCE contribuent à la compréhension des décisions prises par le Conseil des gouverneurs et peuvent soutenir des décisions appropriées en matière d'épargne et d'investissement et du grand public.

La BCE a besoin d'un large éventail de statistiques de haute qualité dans les domaines monétaire, financier et économique (y compris une mesure agrégée précise des évolutions de prix), afin de remplir sa mission principale de maintien de la stabilité des prix dans la zone euro. Une image fidèle de la situation économique actuelle et de la structure de l'économie de la zone euro est une condition préalable à une analyse et à une politique monétaire adéquates. À l'origine, les statistiques couvrant l'ensemble de la zone euro étaient rares. Au cours des dix dernières années, des efforts importants ont été consacrés au développement de nouvelles statistiques et à l'amélioration des statistiques existantes (en termes d'harmonisation des concepts, de fréquence et de rapidité requises).

Les travaux statistiques en Europe ont bénéficié de la coopération étroite entre la BCE et Eurostat. La BCE est responsable des statistiques monétaires et financières et Eurostat des statistiques économiques générales. Ces dernières comprennent l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui constitue la référence de la BCE pour la stabilité des prix. La responsabilité des statistiques extérieures (balance des paiements et position extérieure) et des comptes de la zone euro est partagée avec Eurostat¹.

Les statistiques européennes, c'est-à-dire tant les statistiques produites par le SEBC que celles produites par Eurostat et par les instituts nationaux de statistiques, se sont considérablement améliorées au cours de la dernière décennie, sur le plan à la fois de la qualité et de la disponibilité. Le large éventail des statistiques actuellement disponibles à la BCE a également été intégré dans un cadre unique qui donne un aperçu cohérent des interactions entre les opérations et les positions des différents agents classés en fonction de leur rôle dans l'économie (par exemple les ménages, les sociétés non financières, les sociétés financières, les administrations publiques). Les « comptes de la zone euro » présentent un aperçu trimestriel détaillé des évolutions économiques et financières de la zone euro.

La section 8.1 expose le développement par la BCE de statistiques monétaires, financières et extérieures de la zone euro, fiables et rapidement disponibles, servant à l'analyse, à la recherche, aux décisions et à la communication de la BCE. La section 8.2 passe en revue les statistiques économiques établies par Eurostat. La section 8.3 met l'accent sur les normes de qualité appliquées par la BCE lors de l'établissement de ses statistiques, tandis que la section 8.4 aborde l'avenir.

8.1 LES STATISTIQUES DE LA BCE

La préparation des statistiques de la zone euro au milieu des années quatre-vingt-dix représentait un défi, étant donné les lacunes et les faiblesses considérables apparaissant dans les statistiques disponibles à l'époque².

¹ Pour davantage d'informations sur la division exacte du travail pour les statistiques au niveau européen, cf. *Memorandum of Understanding on economic and financial statistics between the Directorate General Statistics of the ECB (DG Statistics) and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat)* (http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf)

² Pour davantage d'informations sur le développement des statistiques de la zone euro, cf. *The development of statistics for Economic and Monetary Union*, par P. Bull (2004) (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentstatisticsemu200406en.pdf>)

Durant les dix dernières années, des progrès significatifs ont été accomplis dans la disponibilité des statistiques relatives à la zone euro.

Coopération étroite entre la BCE et Eurostat

Beaucoup d'imperfections et peu de standardisation au départ

Même les concepts, les définitions et les classifications sur lesquels se fondaient les statistiques étaient loin d'être standardisés.

La série initiale des statistiques de la zone euro dont disposait la BCE en 1999 ne comprenait que le strict essentiel : les bilans harmonisés des institutions financières monétaires (IFM) à partir desquels les agrégats monétaires et les principales contreparties monétaires (y compris les crédits octroyés par les IFM) pouvaient être calculés, une série limitée de taux d'intérêt non harmonisés appliqués aux particuliers, quelques informations sur les marchés financiers tirées de sources commerciales et des postes clés de la balance des paiements, puisqu'il n'existait aucune ventilation géographique des pays de contrepartie. Seules les statistiques financières annuelles des administrations publiques et certaines données annuelles limitées concernant l'épargne, l'investissement et le financement dans la zone euro nouvellement établie étaient également disponibles. Dans la plupart des cas, la temporalité des séries était très courte.

Des statistiques sur les émissions de titres par les administrations publiques, par les sociétés financières et non financières de la zone euro ont été publiées pour la première fois en novembre 1999. À partir du début 2003, les statistiques des bilans des IFM ont inclus des ventilations plus détaillées par instruments, échéances et secteurs de contrepartie. Dans le même temps, les statistiques harmonisées des taux d'intérêt des IFM ont été introduites, couvrant une ventilation des dépôts et des prêts à la fois par échéance et par objet. Dans un futur proche, les statistiques relatives aux OPCVM seront harmonisées, elles couvriront l'ensemble de la zone euro et serviront mieux les besoins des utilisateurs. La BCE a repris d'Eurostat la publication des courbes des rendements journaliers pour les emprunts publics de la zone euro.

En ce qui concerne les statistiques extérieures, la BCE a progressivement élargi les données de la balance des paiements pour la zone euro, en fournissant davantage de ventilations, en présentant séparément les débits et les crédits et en offrant une ventilation géographique des principales contreparties (les États-Unis, le Royaume-Uni, les pays de l'UE hors zone euro, le Japon, la Chine, par exemple). Désormais, la BCE publie également une position extérieure trimestrielle, qui peut être considérée comme le bilan financier de la zone euro dans son ensemble, ainsi que comme une ventilation des modifications de la position extérieure (en plus des transactions de la balance des paiements, elles retracent principalement les effets de valorisation des actifs et passifs financiers dus aux évolutions des cours et des taux de change). En outre, les statistiques relatives au taux de change effectif nominal et réel, ainsi qu'au rôle international de l'euro ont été mises à disposition et complétées récemment par des indicateurs mensuels harmonisés relatifs à la compétitivité nationale et basés sur les indices de prix à la consommation.

Un grand nombre de statistiques et d'indicateurs statistiques sont également établis en vue d'évaluer les évolutions sur les marchés financiers, l'intégration financière en Europe, la stabilité financière globale et celle au sein du secteur bancaire de l'UE, l'évolution des paiements, des infrastructures de paiement, ainsi que la négociation sur titres, leur compensation et leur règlement.

Une étape importante a été franchie en juin 2007, lorsque la BCE a publié, conjointement avec Eurostat, les premiers comptes économiques et financiers trimestriels intégrés de la zone euro, ventilés par secteur institutionnel³. Ces comptes fournissent un aperçu complet et cohérent des évolutions économiques et financières de la zone euro et des interdépendances entre les différents secteurs de cette zone (ménages, sociétés et administrations publiques), ainsi qu'avec le reste du monde. Les comptes de la zone euro peuvent être considérés comme les comptes nationaux de la zone euro. L'intégration totale et la cohérence presque complète de ces comptes, ainsi que leur établissement conjoint et simultané chaque trimestre par deux institutions (la BCE et Eurostat) constituent une réalisation unique⁴.

³ Cf. l'article intitulé *L'introduction de statistiques de comptes trimestriels par secteurs pour la zone euro* du *Bulletin mensuel* de novembre 2007

⁴ Pour un aperçu complet des statistiques disponibles et établies par la BCE, cf. *ECB statistics: an overview*, BCE, 2008

8.2 LES AUTRES STATISTIQUES ÉCONOMIQUES

Lors du démarrage de l'Union économique et monétaire, Eurostat (en collaboration avec les instituts statistiques nationaux) a développé l'IPCH à titre d'indice des prix harmonisé, ainsi que quelques autres statistiques sur les prix, les coûts, les marchés du travail et d'autres évolutions économiques. Des données limitées relatives aux comptes nationaux de la zone euro étaient également disponibles. Toutefois, le délai de disponibilité de ces statistiques n'était pas satisfaisant pour des objectifs de politique monétaire. Depuis lors, la rapidité de diffusion par Eurostat des statistiques pertinentes de la zone euro s'est considérablement améliorée, en particulier à la suite de l'adoption du Plan d'action pour les statistiques de l'UEM (2000) par le conseil Ecofin et de l'établissement d'une liste des principaux indicateurs économiques européens (PIEE) mensuels et trimestriels en 2002. À titre d'exemple, les estimations rapides, disponibles dans les délais, de l'IPCH et des variations trimestrielles du PIB en volume constituent des réalisations importantes et ces données alimentent les analyses économique et monétaire. De plus, l'éventail des statistiques financières des administrations publiques, disponibles tant annuellement que trimestriellement, s'est considérablement élargi. Les normes méthodologiques ont également été améliorées dans tous les domaines.

Toutefois, de nouveaux travaux sont encore nécessaires dans le domaine des statistiques (en termes de nouvelles statistiques, de fréquence et/ou de qualité des statistiques disponibles)⁵. Des améliorations sont encore souhaitables, principalement dans le domaine des services, des marchés du travail (intégration des statistiques du marché du travail dans les comptes nationaux au profit des analyses relatives à la croissance et à la productivité) et des marchés de l'immobilier. Un délai de diffusion plus rapide et de nouvelles améliorations en termes de qualité sont également requis pour d'autres statistiques. Cela pourrait inclure une coordination plus étroite des processus statistiques entre les instituts statistiques européens, ainsi que la publication coordonnée des données nationales, répondant aux objectifs européens de délai de disponibilité, de même que des politiques de révision alignées. Enfin, une communication adéquate des statistiques est essentielle, particulièrement en ce qui concerne l'IPCH (cf. encadré 1).

5 Cf. CEF 2007 *Status Report on Information Requirements in EMU*, octobre 2007 (<http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf>)

Encadré 7

LE RÔLE DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ

Étant donné la responsabilité première de la BCE de maintien de la stabilité des prix, elle a besoin de statistiques de qualité élevée sur les évolutions des prix. Dans ce contexte, elle a accordé un rôle de premier plan à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro, établi mensuellement par Eurostat. L'IPCH est également utilisé pour évaluer si d'autres pays de l'UE sont prêts à adopter l'euro comme monnaie. En fait, des indices de prix à la consommation harmonisés sont produits pour tous les pays de l'UE.

L'IPCH reflète les changements de prix concernant les dépenses de consommation de biens et services par tous les ménages. Il s'agit d'une bonne mesure de la hausse des prix à la consommation, établie selon les meilleures normes internationales. L'IPCH pour la zone euro est établi sur la base de plus de 1,7 million d'observations de prix individuelles de biens et de services chaque mois, dans 200 000 points de vente situés dans quelque 1 500 villes, grandes et moyennes, de la zone euro.

Pour chaque produit, les prix sont collectés dans différents points de vente de diverses régions. Par exemple, le sous-indice des prix des livres prend en compte différents types de livres (fiction,

Progrès significatifs réalisés dans les statistiques économiques mais des défis demeurent.

De nouvelles améliorations sont nécessaires au niveau des délais et de la qualité.

Un IPCH de haute qualité, indicateur de la stabilité des prix

IPCH basé sur 1,7 million d'observations individuelles chaque mois

Marge de manœuvre pour
davantage d'harmonisation

non-fiction, ouvrages de référence, etc.), vendus dans des librairies, des supermarchés et par internet. Les groupes de produits au sein de l'indice sont pondérés en fonction de leur importance relative dans les dépenses de consommation totales des ménages. Ces pondérations sont mises à jour régulièrement, afin de prendre en compte les modifications de profils de dépenses dans le temps et de maintenir la représentativité de l'indice. De nombreux efforts ont été consacrés au traitement harmonieux de questions complexes, telles que les prix des services d'assurance, de santé et d'éducation et à l'inclusion de nouveaux produits ou de produits considérablement modifiés.

Il existe toujours une marge d'amélioration. Une des priorités concerne le traitement plus harmonieux des modifications de la qualité des produits. Par exemple, un constructeur automobile peut ajouter à un nouveau modèle des caractéristiques de sécurité supplémentaires, telles que des *airbags*, et en augmenter le prix. Pour mesurer correctement le changement de prix au sens strict, il est nécessaire de le corriger de l'effet qualité résultant de l'installation des *airbags*. Des travaux sont en cours pour continuer à développer et harmoniser les méthodes relatives à la prise en compte des modifications de qualité utilisées dans les différents pays. Une deuxième priorité est le traitement des dépenses de logement des propriétaires occupants. Si les modifications des loyers payés par les locataires sont incluses dans l'IPCH, la plupart des dépenses consenties par les ménages en ce qui concerne la propriété de leur logement ne le sont pas. Étant donné que la proportion des ménages possédant ou louant un logement varie sensiblement d'un pays à l'autre de la zone euro, l'inclusion des dépenses de logement des propriétaires occupants améliorerait à la fois la comparabilité de l'IPCH dans la zone euro et la couverture de l'indice des prix.

8.3 UN CADRE DE STATISTIQUES DE QUALITÉ ÉLEVÉE

Les statistiques
ont de nombreux objectifs
et utilisateurs.

Des statistiques de qualité élevée sont au cœur des analyses économique et monétaire, des décisions et de la communication de la BCE. Dans l'UE, la qualité, la fiabilité et l'impartialité des statistiques sont particulièrement importantes, en raison de leur utilisation par les autorités nationales. Le suivi du Pacte de stabilité et de croissance, les décisions relatives à l'élargissement de la zone euro, ainsi que les contributions nationales au budget et à la politique régionale de l'UE dépendent tous de la qualité élevée des données statistiques sous-jacentes.

Qualité élevée
et bonne gouvernance
sont des priorités majeures
en statistique.

Les statistiques de la BCE respectent des normes statistiques européennes et mondiales largement reconnues. De plus, la BCE participe activement à la poursuite du développement de ces normes (Système des comptes nationaux, Système européen des comptes, Manuel de la balance des paiements, par exemple) et, en règle générale, coopère étroitement avec les organisations internationales compétentes (Commission européenne, FMI, BRI, OCDE, ONU), en vue d'arriver à une harmonisation internationale des normes et des définitions des statistiques économiques et financières.

En 2007, « L'engagement public du SEBC concernant sa fonction statistique » a été publié, soulignant l'importance de la qualité et de la gestion dans le domaine des statistiques. Il met l'accent sur les bonnes pratiques, les normes éthiques et la coopération sur la base des principes d'impartialité, d'indépendance scientifique, d'efficacité en termes de coûts, de confidentialité statistique, de l'obligation d'éviter une charge excessive pour les agents déclarants et d'une qualité élevée de production. En outre, le « Cadre de qualité statistique de la BCE », publié en 2008, analyse les principes de qualité guidant la production de statistiques de la BCE.

Un dialogue régulier entre les utilisateurs et les personnes chargées d'élaborer les statistiques, le respect des normes statistiques internationales et un engagement clair quant à une qualité élevée et une bonne

gouvernance sont essentiels à l'établissement de statistiques de la zone euro appropriées pour les responsables de la politique monétaire. Afin de trouver un équilibre entre les besoins statistiques des utilisateurs et les coûts de fourniture de celles-ci, les décisions concernant l'établissement de nouvelles statistiques ou de statistiques sensiblement élargies de la BCE se fondent toujours sur une évaluation systématique des bénéfices et coûts marginaux.

Dans tous les cas, bien que les statistiques représentent moins de 2 % de la charge administrative globale, les statisticiens européens s'engagent à réduire au minimum la charge de réponse à leurs enquêtes. Une solution consiste à ne collecter des données qu'une seule fois et à les répartir entre les autorités statistiques qui en ont besoin, tout en maintenant des normes de confidentialité strictes. Cela peut nécessiter des modifications légales, ainsi qu'une collaboration effective entre la BCE et les banques centrales nationales, les instituts statistiques nationaux et les autorités de supervision financière. Cela étant, il faut admettre que des statistiques de qualité élevée devront toujours être établies à partir d'un nombre élevé d'enquêtes par sondage.

Un aspect important de la qualité concerne également l'accessibilité des statistiques produites et diffusées par la BCE. Des améliorations considérables ont été apportées dans ce domaine au cours des dix dernières années. La section statistique du *Bulletin mensuel* s'est largement développée au cours du temps. Le *Statistics Pocket Book* mensuel fournit des informations clés dans un format pratique. La BCE publie actuellement environ soixante-dix communiqués de presse statistiques chaque année. Cependant, l'avancée la plus significative en matière d'accessibilité des données a été réalisée en 2006, avec le lancement du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques)⁶ de la BCE, à partir duquel des données peuvent être téléchargées directement et gratuitement. Actuellement, quelque 250 000 utilisateurs différents accèdent chaque année à cette base de données internet.

8.4 LES LEÇONS À TIRER ET L'AVENIR

La disponibilité et la rapidité de diffusion des statistiques de la BCE se sont sensiblement améliorées au cours des années et soutiennent maintenant la comparaison avec celles des principales autres zones monétaires. Malgré ces progrès, de nouvelles améliorations sont encore nécessaires. Les évolutions actuelles se concentrent sur la fourniture (i) de comptes économiques de la zone euro disponibles plus rapidement, plus complets et plus cohérents, (ii) de statistiques harmonisées relatives aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension et (iii) de statistiques plus complètes concernant la titrisation des actifs. De plus, la mesure des transferts des risques de crédit doit être améliorée.

En règle générale, les statistiques produites par la BCE devraient continuer à répondre aux besoins en constante évolution des utilisateurs et refléter les environnements économique et financier les plus récents. Des tendances telles que la mondialisation, l'intégration et l'innovation financières doivent également être exprimées dans les statistiques agrégées.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a approuvé une vision stratégique qui devrait encore accroître l'efficacité et le bon fonctionnement de la collecte et de l'élaboration des statistiques de la zone euro. Cela comprend, notamment, une coopération encore plus intense entre les départements statistiques des BCN et la BCE, ainsi qu'entre ceux-ci et des partenaires extérieurs, tels que les instituts statistiques, les autorités de surveillance et les représentants de l'industrie financière. Les gains d'efficacité qui en résultent pourraient être utilisés pour combler certaines des lacunes subsistant dans les statistiques de la BCE.

Besoin d'établir un équilibre entre demande des utilisateurs...

... et charge pour les déclarants

De nouvelles améliorations dans la collecte et la compilation des statistiques sont nécessaires...

... ainsi qu'une collaboration étroite entre toutes les parties prenantes.

⁶ Pour plus de détails, cf. <http://sdw.ecb.europa.eu/>

LES BILLETS EN EUROS



LES PIÈCES EN EUROS



9 LES BILLETS EN EUROS, UN SYMBOLE TANGIBLE D'INTÉGRATION



L'euro a officiellement vu le jour en 1999 en tant qu'unité d'échange et devise sur les marchés de capitaux et des changes. Pour la plupart d'entre nous, pourtant, il n'est devenu une réalité que le 1^{er} janvier 2002, lors de l'introduction des billets et des pièces. Au cours de cette période transitoire de trois ans, à titre d'approvisionnement initial, ce sont plus de 15 milliards de billets en euros, un montant suffisant pour recouvrir 15 000 terrains de football, et 52 milliards de pièces en euros qui ont été produits. Ce symbole tangible d'intégration économique et monétaire se trouve de nos jours dans la poche de tout un chacun. Cependant, son histoire a débuté dix ans avant le passage à l'euro fiduciaire ¹.

Trois ans ont été nécessaires pour produire l'euro fiduciaire.

Le présent chapitre est structuré comme suit. La section 9.1 relate brièvement l'histoire des billets en euros. La section 9.2 parcourt les principales étapes du passage à l'euro fiduciaire. La section 9.3 fournit quelques données chiffrées. La section 9.4 traite de la gestion de la monnaie fiduciaire. Enfin, la section 9.5 porte sur la deuxième série de billets, qui est actuellement en préparation.

9.1 QUELQUES MOTS DE L'HISTOIRE DES BILLETS EN EUROS

En 1995, le Conseil européen a décidé que la monnaie unique européenne s'appellerait l'« euro ». Or, ce que beaucoup ignorent, c'est que les discussions sur certaines questions cruciales relatives aux billets en euros avaient déjà débuté trois ans auparavant. En 1994, le Conseil de l'Institut monétaire européen (IME) s'est prononcé en faveur d'une séquence 1-2-5 pour la gamme des billets (par exemple 10, 20 et 50 euros) ainsi que pour la série des pièces (par exemple 1, 2 et 5 centimes d'euros). Il s'agit d'un système décimal qui facilite le calcul mental. Cette séquence permet également de réduire au minimum le nombre de billets nécessaires pour le paiement en espèces de n'importe quel montant. Elle correspond à la répartition par valeurs faciales adoptée pour la plupart des monnaies à travers le monde.

La gamme des billets disponible en simplifie la manipulation.

La gamme des billets en euros se fonde sur celle qui s'appliquait aux monnaies nationales. La valeur faciale la plus élevée a été fixée à 500 euros, étant donné que des billets d'une valeur comprise entre 200 et 500 euros avaient été émis en Belgique, en Allemagne, en Italie, au Luxembourg, aux Pays-Bas et en Autriche. La valeur faciale la plus faible a, quant à elle, été fixée à 5 euros.

La possibilité d'émettre des billets de 1 et 2 euros a également été envisagée en réponse aux appels en faveur de leur introduction. La BCE y a accordé une attention particulière et a consulté les différentes parties prenantes, telles que les associations bancaires et de commerçants européennes, mais a conclu que le besoin de billets de si faible valeur faciale était inexistant. En effet, de petites coupures, celles de 1 et 2 euros en l'occurrence, compliqueraient la manipulation des espèces et entraîneraient la qualité générale des billets en circulation à la baisse, puisqu'ils seraient utilisés comme instrument de paiement pour des petits achats, alors que les pièces se prêtent nettement mieux à cet usage. De plus, des enquêtes réalisées auprès du public ont fait apparaître que seul un tiers de la population de la zone euro était favorable à l'utilisation de ce type de billets. Le Conseil des gouverneurs a dès lors décidé en 2004 de maintenir inchangée la gamme des billets pour les deux premières séries de billets en euros.

Les billets de faible valeur faciale sont trop onéreux.

Au début de 1996, l'IME a organisé un concours graphique pour les billets en euros sur la base des spécifications initialement fixées. En décembre de la même année, le Conseil de l'IME a sélectionné la série victorieuse, qui représentait les « époques et les styles architecturaux en Europe ». Préalablement à sa sélection, le projet gagnant avait été examiné par un jury d'experts indépendants en *marketing*, en graphisme et en histoire de l'art, et avait été soumis à une tranche représentative du public à travers toute l'Europe. Le graphisme des billets en euros ne présente délibérément aucun signe distinctif national : les billets sont purement européens ².

1 Cf. *How the euro became our money*, BCE 2007

2 Cf. *Euro banknote design exhibition*, BCE 2003

Des billets identiques pour réduire les coûts et simplifier la gestion de la monnaie fiduciaire

Si l'incorporation d'éléments nationaux, comme les portraits de chefs d'État ou de souverains, a été envisagée, elle a finalement été rejetée pour diverses raisons. Tant la production que la gestion, par les BCN, des stocks de billets en euros identiques ont été jugées plus faciles et efficaces. Les billets doivent en effet pouvoir être échangés librement dans toute la zone euro. L'interchangeabilité des billets permet à chaque BCN, dans l'éventualité où elle disposerait de stocks insuffisants, de faire appel aux stocks excédentaires d'une autre BCN pour couvrir ses besoins, sans pour autant créer l'impression qu'un pays « inonde » un autre avec des billets portant ses propres symboles nationaux. En outre, il a été décidé de ne pas retourner à la banque centrale émettrice les billets qui ont été retirés de la circulation. Une autre raison invoquée pour justifier l'absence de motifs nationaux spécifiques réside dans le choix d'un scénario de mise en commun décentralisé pour la production des billets à compter de 2002, dans lequel la production d'une coupure déterminée est en principe confiée à deux, trois ou quatre BCN, permettant ainsi la réalisation d'économies d'échelle. La répartition du travail serait également moins efficace si les billets ne pouvaient pas être échangés librement.

La production à grande échelle des billets a débuté dès la mi-1999, après plusieurs tests d'impression et ajustements par rapport aux spécifications initiales. Dans les périodes les plus chargées, les quinze imprimeries mandatées produisaient 400 billets à la seconde.

9.2 LE PASSAGE À L'EURO FIDUCIAIRE ³

Le passage à l'euro fiduciaire s'est déroulé rapidement et sans heurt...

Le remplacement de tous les billets et pièces circulant parmi plus de 300 millions de citoyens en un très court laps de temps fut une opération logistique sans précédent. Le succès du passage à l'euro fiduciaire nécessitait une coordination et une collaboration étroites entre toutes les parties concernées. Dès lors, les institutions de l'Union européenne, les autorités nationales, les établissements de crédit, les sociétés de transport de fonds, les commerçants, les organisations de consommateurs et les sociétés gérant les distributeurs automatiques ont été étroitement impliqués dans les préparatifs dès 1997. Dans le but de coordonner les activités liées au passage à l'euro fiduciaire dans chaque pays et de garantir un temps de réaction minimal en cas d'incident, l'Eurosystème a mis en place un Comité de coordination du passage à l'euro fiduciaire. Au début de 2002, 8 milliards de billets et quelque 38 milliards de pièces en euros ont remplacé, respectivement, 6 milliards et 29 milliards de billets et de pièces nationaux en un laps de temps relativement court. En dépit des volumes importants de billets et de pièces à échanger, les États membres de la zone euro ont décidé que la période de double circulation serait particulièrement brève et durerait entre quatre semaines et deux mois et ce, en vue de réduire les coûts liés à l'opération. En vue de limiter encore les coûts induits par la manipulation simultanée de deux monnaies, ils se sont également engagés à faire de leur mieux pour assurer que la plupart des transactions en espèces puissent être effectuées en euros dès la mi-janvier 2002. De fait, la nouvelle monnaie avait été utilisée pour 50 % d'entre elles une semaine seulement après son lancement.

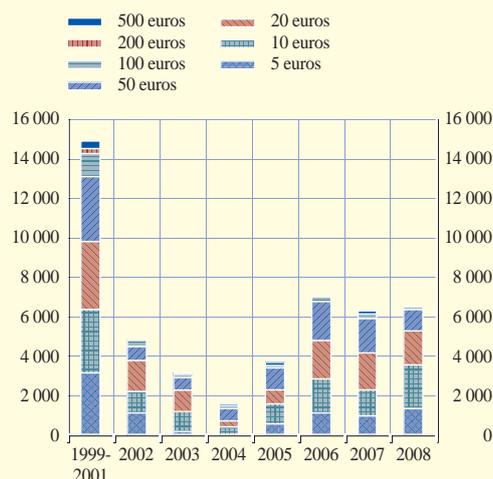
... grâce à une distribution préliminaire de l'euro fiduciaire et aux campagnes d'information.

La distribution préliminaire généralisée de l'euro fiduciaire aux banques, aux commerçants et aux autres entreprises, qui a débuté en septembre 2001, a constitué l'élément clé d'une transition rapide et sans heurt : elle a permis d'optimiser les ressources disponibles au sein des BCN et des sociétés de transport de fonds, minimisant ainsi les goulets d'étranglement de l'offre de billets et de pièces. En introduisant un modèle de débit différé, l'Eurosystème a incité les banques à constituer rapidement des stocks de billets et à en fournir une partie à leurs clients professionnels. Ce faisant, il visait à neutraliser les coûts d'opportunité des établissements de crédit liés à la détention de liquidités, qui ne produisent aucun intérêt. Cette approche s'est révélée fructueuse puisque, en volumes, près de 80 % de la demande initiale de billets et 97 % du total des besoins en pièces pour le passage à l'euro fiduciaire étaient satisfaits avant le 1^{er} janvier 2002.

³ Cf. *Evaluation of the 2002 cash changeover*, BCE 2002

Graphique 1 Volumes de production des billets en euros

(en millions)



Source : BCE

L'Eurosystème a mené une « campagne d'information euro 2002 » de 80 millions d'euros destinée au public à l'intérieur comme à l'extérieur de la zone euro. Outre son rôle premier d'information sur l'euro fiduciaire proprement dit, notamment sur le graphisme et les signes de sécurité des billets, la campagne a également mis en avant les aspects pratiques du passage à l'euro en vue d'encourager, par exemple, la population à réduire au minimum la thésaurisation de sa monnaie nationale et à régler si possible le montant exact lors du paiement de ses achats, afin que les commerçants n'aient pas besoin de disposer de grandes quantités de petite monnaie.

À l'inverse des premiers États membres de la zone euro, les derniers en date, à savoir la Slovénie en janvier 2007, ainsi que Chypre et Malte en janvier 2008, ont procédé simultanément à l'introduction de l'euro scriptural et de l'euro fiduciaire. Par conséquent, les BCN concernées

Les nouveaux États membres de la zone euro empruntent dans un premier temps des billets.

n'ont pas disposé de suffisamment de temps pour se procurer les billets en euros nécessaires une fois l'adoption de l'euro par ces pays approuvée. Elles ont dès lors été autorisées à recourir aux stocks de billets de l'Eurosystème à condition qu'elles « restituent » les billets empruntés dans les années à venir. En collaboration avec les différentes BCN, la BCE a mené des campagnes d'information similaires à la campagne euro 2002 en vue de familiariser les populations slovène, chypriote et maltaise avec les billets et les pièces en euros.

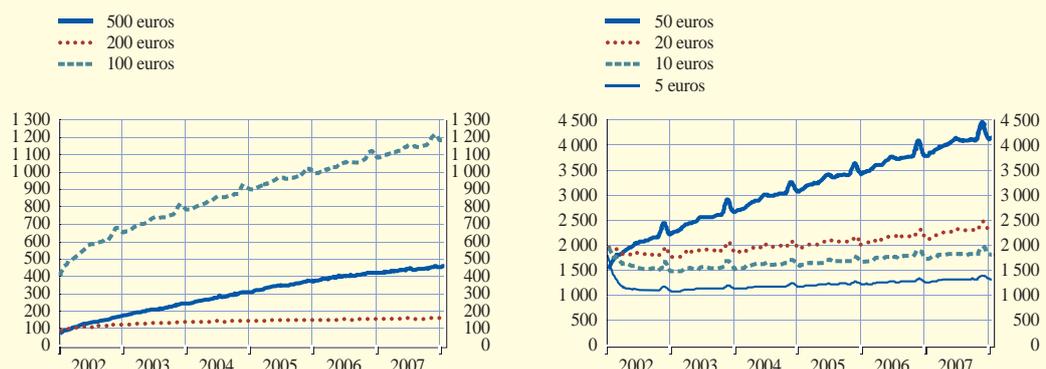
9.3 LES BILLETS EN CIRCULATION

Après l'introduction de l'euro fiduciaire, le nombre de billets en euros en circulation a crû davantage que la quantité de billets nationaux en circulation ne le laissait présager. Cette forte progression s'explique essentiellement, par les ajustements opérés dans leurs encaisses liquides par les résidents et non-résidents

Les billets en euros sont de plus en plus utilisés.

Graphique 2 Billets en euros en circulation

(en millions)



Source : BCE

de la zone euro. En effet, les billets sont utilisés comme moyen de paiement, mais aussi à titre de réserve de valeur. Il est dès lors probable que les détenteurs de monnaie de la zone euro aient ajusté leurs encaisses en euros eu égard aux différentes coupures, préférant les grosses coupures à présent disponibles. Un tel comportement trouve, en particulier, sa raison d'être lorsque l'environnement économique se caractérise par des taux d'intérêt bas et des anticipations d'inflation faibles. Ainsi, les billets de 50, 100 et de 500 euros sont ceux qui ont enregistré la hausse la plus importante en termes de valeur. Toutefois, le fléchissement continu des taux de croissance des coupures de valeur faciale élevée pourrait être le signe que ce changement dans la demande de billets arrive lentement à son terme. À la fin de 2007, le nombre de billets en euros en circulation se chiffrait à quelque 12 milliards, pour une valeur proche de 677 milliards d'euros. L'encours des billets en euros en circulation était dès lors supérieur à celui des billets en dollars en circulation, qui s'élevait environ à 540 milliards d'euros à la fin de 2007, lorsque la parité euro/dollar s'établissait à 1,4721. Les utilisateurs de monnaie à l'extérieur de la zone euro ont commencé à détenir davantage de billets en euros que de billets nationaux compte tenu de la plus grande commodité que présente la détention de l'euro. Selon les estimations, en termes de valeur, 10 % à 20 % (ce dernier pourcentage étant vraisemblablement plus proche de la vérité) des billets en euros circulent en dehors de la zone euro.

9.4 GESTION DE LA MONNAIE FIDUCIAIRE

La coordination de la gestion de la monnaie fiduciaire et de l'élaboration des billets permet de garantir que les billets en euros soient unanimement acceptés au sein de la zone euro et même au-delà. Une monnaie multinationale implique que les billets circulent d'un pays à l'autre, principalement du fait des touristes et des voyageurs d'affaires, mais aussi en raison du comportement de thésaurisation de certains détenteurs, ce qui engendre des déficits et des surplus de certaines coupures. Ces déséquilibres sont corrigés au sein de la zone euro par le système commun de gestion des stocks de l'Eurosystème, lequel fixe des niveaux de référence pour les stocks logistiques des BCN et autorise la réalisation de transferts *ad hoc* importants entre les BCN disposant de stocks de billets excédentaires et celles devant faire face à une pénurie. Ce système de rééquilibrage permet aux BCN de conserver des stocks logistiques moins importants. À l'aide d'une base de données, baptisée *Currency Information System*, la BCE contrôle le niveau de ces stocks, coordonne leur utilisation transfrontière et règle les transferts entre BCN.

Le passage de main en main use ou souille les billets en euros, ce qui altère leur qualité et peut dès lors entraîner leur refus par les distributeurs automatiques. Par conséquent, le public pourrait perdre la confiance qu'il a placée dans les billets en euros en tant que moyen de paiement largement accepté.

C'est pourquoi l'Eurosystème se doit de maintenir l'intégrité des billets, c'est-à-dire de garantir que seuls circulent les billets authentiques et de bonne qualité. Les opérations de vérification de l'authenticité et de la qualité des billets sont effectuées au moyen de trieuses très rapides, qui vérifient différents signes de sécurité et normes de qualité, telles que les souillures, les déchirures ou d'autres altérations. La durée de la période de circulation des billets varie d'un pays à l'autre en fonction de l'organisation de la filière fiduciaire. Plus la période de circulation d'un billet est longue, plus il se détériore et se souille. Aussi le Conseil des gouverneurs a-t-il décidé en 2001 de fixer

Les déséquilibres affectant les stocks de billets sont corrigés via des transferts transfrontaliers.

Les BCN vérifient l'authenticité et la qualité des billets...

Graphique 3 Durée de vie moyenne des billets en euros



Source : BCE
1) Au 31 décembre 2007

des normes de qualité minimales, de telle sorte que seuls les billets de bonne qualité soient remis en circulation par les BCN, tous les autres devant être détruits. L'Eurosystème contrôle étroitement le niveau de qualité des billets en circulation en procédant à des vérifications aléatoires tous les ans. À plus long terme, l'Eurosystème vise à accroître la durée de vie des billets en euros, notamment en utilisant un substrat plus résistant ou une couche de protection pour les plus petites coupures, les billets les plus fréquemment souillés ou déchirés.

En 2004, le Conseil des gouverneurs a adopté un « cadre pour la détection des contrefaçons et le tri qualitatif des billets par les établissements de crédit et les autres professionnels appelés à manipuler des espèces », un ensemble de normes régissant la remise en circulation des billets en euros, également appelée « recyclage ». Ce cadre impose aux établissements de crédit et aux autres professionnels ayant à manipuler des espèces de vérifier l'intégrité et l'authenticité des billets. Il garantit la qualité des billets en circulation lorsque les établissements de crédit décident de « recycler » les billets qu'ils ont reçus du public, plutôt que de les remettre à leur banque centrale et de s'y approvisionner en billets neufs.

Le recyclage permet aux établissements de crédit et aux autres professionnels ayant à manipuler des espèces de travailler de manière plus efficace et moins coûteuse dans la mesure où il tend à éviter les transports de fonds inutiles vers la banque centrale. En d'autres termes, le circuit de traitement des espèces est raccourci. En vertu du cadre pour le recyclage des billets en euros, ceux qui sont remis en circulation au moyen de distributeurs automatiques de billets et d'autres appareils à l'usage de la clientèle doivent être vérifiés par des automates de traitement des billets testés et jugés conformes par une banque centrale. Les procédures de test impliquent que les machines détectent et mettent automatiquement à l'écart les contrefaçons et les billets impropres à la circulation. Une liste des automates de traitement des billets ayant été testés positivement et que les établissements de crédit sont tenus d'utiliser peut être consultée sur le site internet de la BCE.

Dans la mesure où les billets en euros sont utilisés en dehors de la zone euro, une convergence accrue entre les services de traitement des espèces offerts par les BCN devrait permettre aux différentes parties concernées, en particulier les sociétés de transport de fonds et les établissements de crédit, de bénéficier d'une égalité de traitement et de profiter de tous les avantages de la monnaie unique dans le cadre de leur activité transfrontière. La distinction opérée entre les services de traitement des espèces offerts par les BCN selon que l'accès à ceux-ci est gratuit ou payant a constitué un grand pas dans la direction de la convergence. Les derniers accomplissements en la matière consistent en la fourniture sur demande (« accès à distance ») de services de traitement des espèces aux établissements de crédit de la zone euro établis en dehors du territoire national et en la possibilité, pour la clientèle professionnelle, de déposer des pièces en euros dans toutes les BCN de la zone euro. L'Eurosystème envisage une série d'étapes ultérieures, telles que l'échange électronique de données avec les établissements de crédit pour les dépôts et les retraits d'espèces et les normes communes de conditionnement des billets pour les BCN et leur clientèle.

Graphique 4 Nombre total de fausses coupures saisies



Source : BCE

de déposer des pièces en euros dans toutes les BCN de la zone euro. L'Eurosystème envisage une série d'étapes ultérieures, telles que l'échange électronique de données avec les établissements de crédit pour les dépôts et les retraits d'espèces et les normes communes de conditionnement des billets pour les BCN et leur clientèle.

9.5 LA DEUXIÈME SÉRIE DE BILLETS EN EUROS

Les banques centrales et les autres autorités monétaires modernisent en général leurs billets après quelques années de circulation afin de

... au même titre que les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces.

La zone unique de l'euro fiduciaire requiert la convergence des services de traitement des espèces offerts par les BCN.

La deuxième série de billets sera émise en janvier 2011.

devancer les faussaires. L'Eurosystème suit lui aussi ce principe de précaution et met actuellement au point une nouvelle série de billets en euros. Les contrefaçons ne sont pas pour autant légion : moins de 600 000 d'entre elles — une mince proportion des 12 milliards de billets en circulation — sont en moyenne saisies chaque année et elles sont généralement de qualité médiocre ou moyenne.

La première coupure de la deuxième série devrait être mise en circulation le 1^{er} janvier 2011. Les autres billets seront pour leur part mis en circulation progressivement sur une période de plusieurs années. Leur graphisme constituera une évolution en ce sens qu'il s'inspirera du thème actuel, à savoir les « époques et les styles architecturaux en Europe » tout en incluant des signes de sécurité de pointe et fonctionnels. À cet égard, le graphisme et les caractéristiques de la deuxième série de billets sont le fruit d'une étude de marché réalisée auprès du public et des professionnels ayant à manipuler des espèces ainsi que de consultations avec les principales parties prenantes au circuit du traitement des espèces. La BCE ne tardera pas à informer le public lorsque la série actuelle cessera d'avoir cours légal, c'est-à-dire lorsqu'elle ne pourra plus être utilisée pour régler des paiements. Cependant, les BCN pourront procéder à l'échange des billets en euros de l'« ancienne » série pendant une période de temps illimitée.

Aujourd'hui, l'euro est une monnaie mondiale. La BCE continuera de veiller, en collaboration avec les BCN de l'Eurosystème, à ce que les billets demeurent un moyen de paiement respecté et respectable tant dans la zone euro qu'au-delà.



10 CONCLUSION

Avec la création de l'Union économique et monétaire (UEM) européenne, une nouvelle architecture institutionnelle et un cadre de politique monétaire unique conçus pour assurer le maintien de la stabilité des prix ont été instaurés. Au centre de ce dispositif se trouve la BCE. Ce numéro spécial du *Bulletin mensuel*, qui célèbre le 10^e anniversaire de la BCE, dresse un bilan des travaux et des réalisations de la BCE et de l'Eurosystème au cours de ces dix années historiques. Pour remplir son objectif principal de stabilité des prix, la BCE doit réaliser un certain nombre de missions et d'activités : certaines sont définies par le traité sur l'Union européenne et d'autres servent de support au cadre de la politique monétaire unique.

L'introduction de l'euro a nécessité le développement d'un cadre institutionnel approprié pour l'UEM. La combinaison d'une politique monétaire centralisée et de politiques budgétaires et structurelles décentralisées, bien que coordonnées, s'est avérée globalement satisfaisante. Les procédures de coordination reflètent l'interdépendance accrue des pays de la zone euro. Les institutions et les organes européens (le Parlement européen, la Commission européenne, le Conseil Ecofin, l'Eurogroupe, notamment) intensifient leurs échanges d'informations et d'analyses. Toutefois, à mesure que l'intégration de la zone euro progresse, les politiques définies au niveau national doivent davantage prendre en compte les exigences communautaires.

Le cadre de la politique monétaire de la zone euro présente des caractéristiques entièrement nouvelles. Au sein du nouveau cadre institutionnel de l'UEM, la compétence de la politique monétaire unique a été transférée à la BCE, qui a reçu un mandat clair et a été dotée de l'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique. Ce statut lui garantit l'indépendance institutionnelle ainsi que l'indépendance personnelle, financière et opérationnelle. Il implique également un degré élevé de transparence et de responsabilité, comportant des obligations d'information à l'égard du Parlement européen.

La stratégie de politique monétaire de la BCE confère à l'analyse monétaire un rôle de premier plan. Les décisions de politique monétaire s'appuient sur la sagesse collective et la connaissance du Conseil des gouverneurs de la BCE. Cette approche collégiale a été très utile à la zone euro au cours de ces dix dernières années : le dispositif a bien fonctionné dès le premier jour, grâce également aux compétences et à l'engagement des membres du personnel de l'Eurosystème. Il a par ailleurs permis de réussir l'élargissement de la zone euro. Cependant, divers éléments de ce cadre ne sont pas définitifs compte tenu de l'évolution des besoins, des forces du marché, des améliorations techniques et organisationnelles, et des mesures législatives.

Lorsque la BCE et l'Eurosystème ont été créés, on ne savait guère comment la zone euro allait opérer une fois que les pays membres auraient réalisé l'intégration monétaire. La politique monétaire des premières années de la zone euro, et les circonstances inédites de sa mise en œuvre, constituaient un véritable défi. Dès le départ, des investissements considérables ont dû être réalisés en outils analytiques, en études et en statistiques pour compléter ceux déjà réalisés par l'Institut monétaire européen (le prédécesseur de la BCE). Une gamme étendue de statistiques harmonisées de la zone euro, de modèles et d'autres outils analytiques sont maintenant en usage. La plupart de ces méthodologies et de ces données sont accessibles au public au travers des articles qui leur sont régulièrement consacrés dans le *Bulletin mensuel* et d'autres types de publications.

Après l'introduction de l'euro, les réalisations de l'Eurosystème n'ont pas été moins importantes. La stratégie de politique monétaire de la BCE est désormais bien comprise et considérée comme crédible. Durant les dix dernières années, elle a donné des fondements solides pour répondre à un certain nombre de défis. Le rythme annuel moyen de hausse de l'IPCH s'est inscrit légèrement au-dessus de 2 % depuis l'introduction de l'euro, malgré une série de chocs exogènes. L'inflation dans la plupart des pays de

Un nouveau cadre institutionnel pour l'UEM

Le nouveau dispositif doté de caractéristiques originales...

... fonctionne correctement et est adaptable.

Une connaissance limitée au début...

... un large éventail de statistiques, de modèles et d'outils à présent opérationnels

la zone euro a été nettement inférieure aux niveaux enregistrés au cours des décennies qui ont précédé l'introduction de la monnaie unique. De même, la volatilité de l'inflation a été sensiblement plus faible qu'auparavant.

La faiblesse de l'inflation et des taux d'intérêt soutient...

La BCE a également réussi à ancrer les anticipations d'inflation à long terme, comme le montrent les mesures tirées des rendements obligataires et des enquêtes. Cet ancrage traduit la réussite de la stratégie de politique monétaire de la BCE et sa capacité à maintenir la stabilité des prix à moyen terme de façon crédible. Pour de nombreux pays de la zone euro, cela représente un avantage considérable qui n'aurait pas été possible sans l'existence d'une BCE indépendante et de l'Eurosystème.

... l'intégration financière, la création d'emplois et...

Les effets de l'euro sont globalement bénéfiques. Les gains tirés de la stabilité des prix et du bas niveau des taux d'intérêt favorisent d'autres évolutions économiques et financières positives qui se mettent, progressivement, mais sûrement en place. En effet, les structures économiques et financières évoluent lentement. Entre les pays de la zone euro se sont développés les échanges de biens et de services, l'intégration financière (qui accélère l'approfondissement et la modernisation du système financier), les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille transfrontières, et l'on observe une création d'emplois soutenue dans l'ensemble de la zone. La résilience financière et économique s'est renforcée dans un environnement international complexe. La dimension internationale de l'euro et son utilisation comme monnaie de réserve et de transaction ont progressivement gagné de l'ampleur au fur et à mesure de l'intégration régionale et mondiale. L'euro est devenu la deuxième monnaie internationale après le dollar des États-Unis, même si sa zone d'influence mondiale est moins étendue.

... la dimension internationale de l'euro.

L'Eurosystème favorise activement l'intégration financière...

Au cours des dix dernières années, l'Eurosystème a apporté à maints égards une contribution active au processus d'intégration financière, notamment en permettant une meilleure connaissance, une sensibilisation et un suivi des progrès dans ce domaine, sur la base d'un ensemble d'indicateurs d'intégration financière élaborés par la BCE. Il joue un rôle de catalyseur des initiatives de marché en faveur de l'intégration financière. En outre, l'Eurosystème a favorisé cette intégration de façon directe en proposant des services de banque centrale accessibles dans l'ensemble de la zone euro.

... et des dispositifs pour la stabilité financière.

L'Eurosystème s'est également montré très actif, au cours des dix dernières années, pour renforcer les dispositifs contribuant à la stabilité financière, que l'intégration croissante et l'évolution rapide des marchés de capitaux en Europe ont rendus d'autant plus nécessaires. Par conséquent, l'Eurosystème surveille et évalue la stabilité du système financier de façon régulière et la BCE publie à la fois une *Revue de stabilité financière* semestrielle consacrée à l'ensemble du système financier et des évaluations annuelles macroprudentielles et structurelles du secteur bancaire de l'UE. L'Eurosystème a aussi donné régulièrement des avis et apporté sa contribution en ce qui concerne le développement du dispositif juridique, réglementaire et de surveillance des services financiers, tout particulièrement au niveau de l'UE. Dans le domaine de la gestion des crises financières, l'Eurosystème a notamment favorisé la conclusion d'accords volontaires de coopération entre les autorités, participé à des exercices de simulation de crise au sein de l'UE et de la zone euro et contribué à l'élaboration d'un cadre analytique d'évaluation des crises financières ainsi qu'à la définition de la feuille de route stratégique adoptée par le conseil Ecofin en 2007 en vue de renforcer les dispositifs de gestion des crises au niveau de l'UE pour les années à venir. S'agissant de la surveillance des infrastructures de marché, l'Eurosystème a contribué avec succès à garantir la sécurité et l'efficacité des flux de fonds, de titres et d'autres instruments financiers à travers les systèmes de paiement et de règlement-livraison.

De nombreux défis subsistent toutefois.

Les dix années écoulées ont également montré que les fondations de l'UEM étaient solides et que les pays ayant adopté l'euro avaient atteint un degré élevé de convergence économique. Plusieurs défis subsistent toutefois. La plupart des pays de la zone euro doivent encore renforcer leur flexibilité et leur adaptabilité

aux chocs. En d'autres termes, ils doivent poursuivre les réformes structurelles de leurs marchés des produits et du travail, réformes qui auraient été incontournables, même sans l'UEM. Les gouvernements nationaux doivent également surveiller constamment les évolutions de la compétitivité de leur pays. L'intégration financière a progressé à grands pas, mais des avancées supplémentaires sont nécessaires dans plusieurs domaines (tels que l'activité bancaire transfrontière). Le cadre de la stabilité financière de l'UE n'est pas encore suffisamment consolidé. Des améliorations constantes sont nécessaires pour suivre le rythme de l'intégration et de l'innovation financières et pour répondre aux défis de la complexité du cadre institutionnel de l'UE.

Les bienfaits et les avantages procurés par l'euro favorisent l'adaptation et la libéralisation des économies nationales. Les réformes sont facilitées par la stabilité des prix, par l'absence des tensions liées aux crises de change qui survenaient périodiquement avant l'introduction de l'euro et par la stabilité et la meilleure résistance aux chocs induites par les réformes passées. Par ailleurs, le fait que le « monde » de l'Europe change et que l'intégration progresse dans la zone euro conditionne également notre façon de percevoir l'évolution future de l'Union économique et monétaire. Les entreprises prennent davantage conscience de la dimension « zone euro » de leurs actions et de leurs décisions. Les ménages sont de plus en plus conscients des opportunités que leur offre une zone économique et financière élargie. Le grand public et ses représentants politiques commencent à penser au-delà de leurs horizons nationaux et se projettent davantage dans la dimension de la zone euro. Cette évolution des mentalités se confirme progressivement.

Les réalisations actuelles auraient été inimaginables il y a seulement quelques décennies et les raisons de célébrer les dix ans de l'UEM sont nombreuses. Toutefois, la crédibilité n'est jamais définitivement acquise. Des défis continueront à se poser et à exiger vigilance et attention. Mais aujourd'hui, la confiance en l'Europe et en la vigueur de sa monnaie unique est une réalité.

Penser en termes
de zone euro

ENTREPÔT DE DONNÉES STATISTIQUES (STATISTICAL DATA WAREHOUSE)

The screenshot displays the ECB Statistical Data Warehouse interface. On the left, there is a navigation menu with categories like 'Economic Concepts', 'Monetary operations', and 'Reports'. The main content area is titled 'Statistical Data Warehouse' and includes a search bar and a list of 'Selected indicators for the Euro Area'. A line chart titled 'Inflation rate (HICP)' shows the percentage change from 1999 to 2008. Below the chart is a 'Release Calendar for Euro Area Statistics (next 5 publications)' table.

Indicator	Euro Area	Reference Period
Inflation rate (HICP)	3.3	2008Apr
Monetary aggregate M3	10.3	2008Mar
GDP in previous year's prices (economic growth)	2.2	2007Q4
Unit labour costs	2.0	2007Q4
Population (in millions)	321	2008
Unemployment rate (as a % of labour force)	7.1	2008Mar
Labour productivity	0.5	2007Q4
Current account balance (as a % of GDP)	0.47	2007Q4
US dollar /Euro exchange rate	1.5439	14 May 2009
Government deficit (-) / surplus (+) (as a % of GDP)	-0.8	2007Q3
Government debt (as a % of GDP)	68.1	2007Q3

Release Date	Indicator	Reference Period
2009-05-15	Euro area HICP statistics (seasonally adjusted)	2008 04
2008-05-23	Euro area securities issues statistics	2008 03
2008-06-26	Euro area monthly balance of payments	2008 02
2008-05-20	Monetary developments in the euro area	2008 04 end
2008-09-09	MFI interest rate statistics	2008 04

L'Entrepôt de données statistiques (*Statistical Data Warehouse*) de la BCE peut être consulté à l'adresse <http://sdw.ecb.europa.eu>. Des informations plus détaillées sur ses fonctionnalités figurent dans la rubrique « *Help* » de cet outil.

ANNEXES

DIX ANS DE STATISTIQUES DE LA ZONE EURO ET COMPARAISON AVEC LES AUTRES GRANDES ZONES ÉCONOMIQUES



1. Taux directeurs des banques centrales

(données de fin de période)

	Zone euro ¹⁾	Union européenne	États-Unis	Japon
1998	-	-	4,75	0,50
1999	3,00	-	5,50	0,50
2000	4,75	-	6,50	0,50
Élargissement de la zone euro				
2001	3,25	-	1,75	0,10
2002	2,75	-	1,25	0,10
2003	2,00	-	1,00	0,10
2004	2,00	-	2,25	0,10
2005	2,25	-	4,25	0,10
2006	3,50	-	5,25	0,40
Élargissement de la zone euro				
2007	4,00	-	4,25	0,75



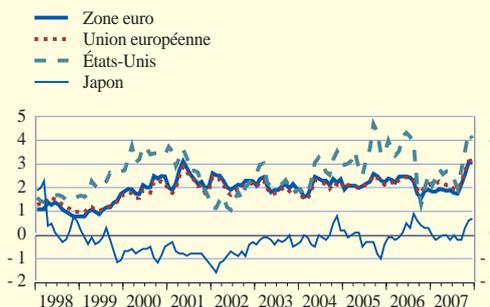
Sources : BCE, Système fédéral de réserve et Banque du Japon

1) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (Chapitre 1, Section 1.2) et dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 8, Section 8.1), également accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV)

2. Taux d'inflation (IPCH/IPC)

(variations annuelles en pourcentage)

	Zone euro ¹⁾	Union européenne ²⁾	États-Unis ³⁾	Japon ³⁾
Moyenne 1989-1998	2,9	-	3,3	1,5
1998	1,1	1,3	1,6	0,7
1999	1,1	1,2	2,2	-0,3
2000	2,1	1,9	3,4	-0,7
Élargissement de la zone euro				
2001	2,3	2,2	2,8	-0,8
2002	2,2	2,1	1,6	-0,9
2003	2,1	2,0	2,3	-0,2
2004	2,1	2,0	2,7	0,0
2005	2,2	2,2	3,4	-0,3
2006	2,2	2,2	3,2	0,2
Élargissement de la zone euro				
2007	2,1	2,3	2,9	0,1



Sources : Eurostat, *Bureau of Labor Statistics* (États-Unis) et *Statistics Bureau* (Japon)

1) IPCH. Données rétopolées estimées à partir des IPC nationaux. Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (Chapitre 5, Section 5.1.1) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX)

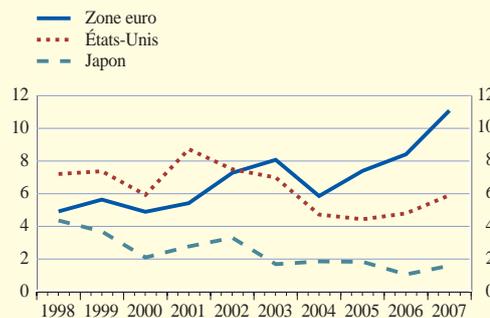
2) IPCH. Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 11, Section 11.1) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.DO.N.000000.4.INX)

3) IPC nationaux. Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.2)

3. Agrégat monétaire large

(variations annuelles en pourcentage)

	Zone euro ¹⁾	Union européenne	États-Unis ²⁾	Japon ²⁾
Moyenne 1989-1998	6,3	-	3,7	4,2
1998	4,9	-	7,2	4,4
1999	5,6	-	7,4	3,7
2000	4,9	-	5,9	2,1
Élargissement de la zone euro				
2001	5,4	-	8,7	2,8
2002	7,3	-	7,5	3,3
2003	8,1	-	7,0	1,7
2004	5,8	-	4,7	1,9
2005	7,4	-	4,4	1,8
2006	8,4	-	4,8	1,1
Élargissement de la zone euro				
2007	11,1	-	5,9	1,6



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

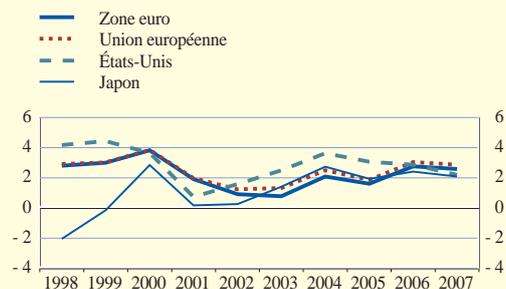
1) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (Chapitre 2, Section 2.3) et dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.2), également accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E)

2) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (Chapitre 9, Section 9.2) et dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.2)

4. PIB EN VOLUME ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

	Zone euro ²⁾	Union européenne ³⁾	États-Unis ⁴⁾	Japon ⁵⁾
Moyenne 1989-1998	2,2	2,2	3,0	1,9
1998	2,8	2,9	4,2	- 2,0
1999	3,0	3,0	4,4	- 0,1
2000	3,8	3,9	3,7	2,9
2001	1,9	2,0	0,8	0,2
2002	0,9	1,2	1,6	0,3
2003	0,8	1,3	2,5	1,4
2004	2,1	2,5	3,6	2,7
2005	1,6	1,9	3,1	1,9
2006	2,8	3,1	2,9	2,4
2007	2,6	2,9	2,2	2,1



Sources : Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (États-Unis), *Economic and Social Research Institute* (Japon) et calculs de la BCE

1) Les données annuelles ne sont pas corrigées des effets de jours ouvrables.

2) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (Chapitre 5, Section 5.2.1) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A)

3) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.2) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A)

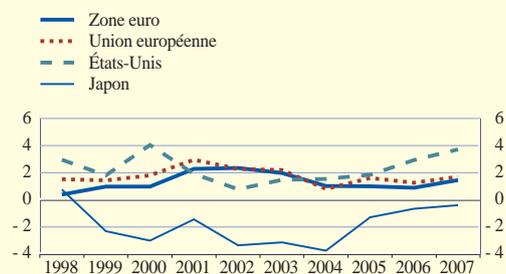
4) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (Chapitre 9, Section 9.2.1) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A)

5) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (Chapitre 9, Section 9.2.1) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JP.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A)

5. Coûts unitaires de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage)

	Zone euro ¹⁾	Union européenne ²⁾	États-Unis ³⁾	Japon ³⁾
Moyenne 1989-1998	2,4	-	2,2	0,8
1998	0,4	1,5	3,0	0,8
1999	1,0	1,4	1,8	- 2,3
2000	1,0	1,8	4,0	- 3,0
2001	2,3	3,0	1,9	- 1,4
2002	2,3	2,3	0,8	- 3,3
2003	2,0	2,2	1,5	- 3,1
2004	1,0	0,8	1,5	- 3,8
2005	1,0	1,6	1,9	- 1,3
2006	0,9	1,3	2,9	- 0,6
2007	1,5	1,7	3,7	- 0,4



Sources : Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (États-Unis), *Economic and Social Research Institute* (Japon) et calculs de la BCE

1) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (Chapitre 5, Section 5.1.4) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.1)

2) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 11, Section 11.4)

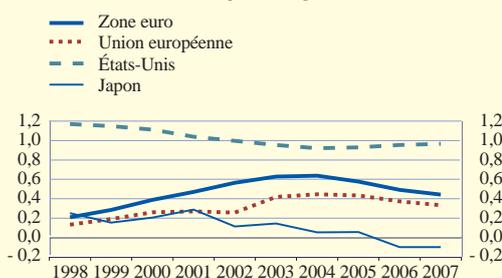
3) Calculs de la BCE

6. Population

(en millions)

	Zone euro ¹⁾	Union européenne ²⁾	États-Unis ³⁾	Japon ⁴⁾
Moyenne 1989-1998 ⁵⁾	302	479	262	125
1998	305	481	276	126
1999	306	482	279	127
2000	307	483	282	127
2001	308	484	285	127
2002	310	486	288	127
2003	312	488	291	128
2004	314	490	294	128
2005	316	492	296	128
2006	317	494	299	128
2007 ⁶⁾	319	495	302	128

(variations annuelles en pourcentage)

Sources : Eurostat, *Census Bureau* (États-Unis) et *Statistics Bureau* (Japon)1) Moyenne annuelle. Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 2, Section 2.1) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A)2) Moyenne annuelle. Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 11, Section 11.6) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A)3) Les données se rapportent à la population en milieu d'année. Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.1)4) Les données se rapportent à la population au 1^{er} octobre. Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.1)

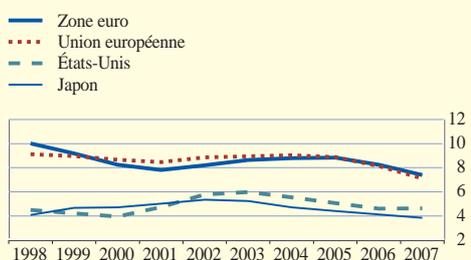
5) 1991-1998 pour la zone euro; 1993-1998 pour l'Union européenne

6) Les données relatives à la zone euro, à l'Union européenne et au Japon sont en partie des prévisions.

7. Chômage

(en pourcentage de la population active)

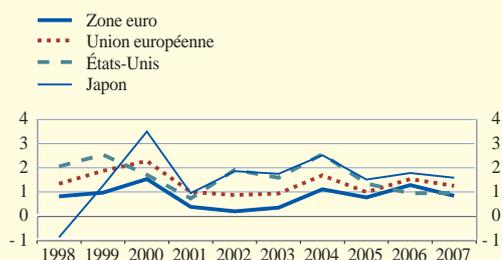
	Zone euro ¹⁾	Union européenne ²⁾	États-Unis ³⁾	Japon ³⁾
Moyenne 1989-1998	9,4	-	5,9	2,8
1998	10,0	9,1	4,5	4,1
1999	9,2	9,0	4,2	4,7
2000	8,3	8,7	4,0	4,7
2001	7,8	8,5	4,7	5,0
2002	8,2	8,9	5,8	5,4
2003	8,6	8,9	6,0	5,3
2004	8,8	9,0	5,5	4,7
2005	8,9	8,9	5,1	4,4
2006	8,2	8,2	4,6	4,1
2007	7,4	7,1	4,6	3,9

Sources : Eurostat, *Bureau of Labor Statistics* (États-Unis) et *Statistics Bureau* (Japon)1) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (Chapitre 5, Section 5.3.2) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.I4.N.UNEH.RTT000.4.000)2) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 11, Section 11.7) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000)3) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.2)

8. Productivité du travail

(variations annuelles en pourcentage)

	Zone euro ¹⁾	Union européenne ²⁾	États-Unis ³⁾	Japon ³⁾
Moyenne 1989-1998	1,7	-	1,5	1,3
1998	0,8	1,3	2,1	-0,9
1999	1,0	1,9	2,5	1,3
2000	1,5	2,3	1,7	3,5
2001	0,4	1,0	0,7	0,9
2002	0,2	0,9	1,9	1,9
2003	0,3	0,9	1,6	1,7
2004	1,1	1,7	2,6	2,5
2005	0,8	1,0	1,3	1,5
2006	1,3	1,5	0,9	1,8
2007	0,8	1,3	1,0	1,6

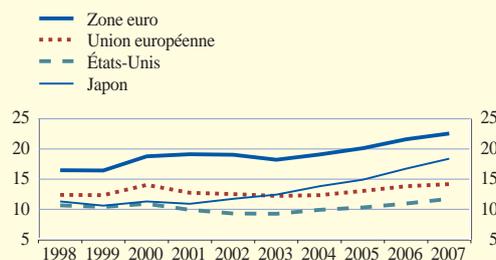
Sources : Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (États-Unis), *Economic and Social Research Institute* (Japon) et calculs de la BCE1) Variation du PIB en volume par personne employée. Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.2)2) Variation du PIB en volume par personne employée. Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.2) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.1)

3) Calculs de la BCE

9. Exportations de biens et services ¹⁾

(en pourcentage du PIB)

	Zone euro ²⁾	Union européenne ³⁾	États-Unis	Japon
1998	16,5	12,4	10,7	11,3
1999	16,4	12,3	10,4	10,6
2000	18,8	14,1	10,9	11,3
2001	19,1	12,8	9,9	10,9
2002	19,1	12,5	9,3	11,7
2003	18,3	12,2	9,3	12,4
2004	19,1	12,3	9,9	13,8
2005	20,1	13,1	10,3	14,9
2006	21,6	13,9	11,0	16,8
2007	22,6	14,2	11,8	18,4



Sources : BCE, Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (États-Unis), Banque du Japon et ministère japonais des Finances

1) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.1)

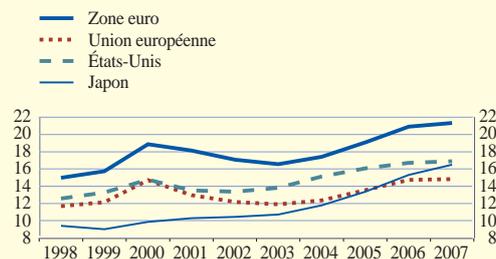
2) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_EXP.PGDP.4F_N)

3) Les données se rapportent à l'UE-15 jusqu'en 2000, à l'UE-25 pour la période 2001-2003 et à l'UE-27 à compter de 2004.

10. Importations de biens et services ¹⁾

(en pourcentage du PIB)

	Zone euro ²⁾	Union européenne ³⁾	États-Unis	Japon
1998	15,0	11,7	12,6	9,4
1999	15,7	12,1	13,3	9,0
2000	18,9	14,7	14,8	9,9
2001	18,2	13,0	13,5	10,3
2002	17,1	12,2	13,4	10,4
2003	16,6	11,9	13,8	10,7
2004	17,4	12,3	15,1	11,8
2005	19,1	13,4	16,1	13,4
2006	20,9	14,7	16,7	15,3
2007	21,4	14,7	16,9	16,5



Sources : BCE, Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (États-Unis), Banque du Japon et ministère japonais des Finances

1) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.1)

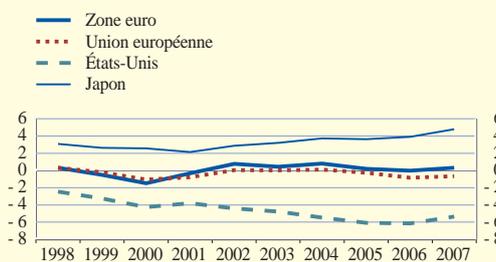
2) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.I3.BP_IMP.PGDP.4F_N)

3) Les données se rapportent à l'UE-15 jusqu'en 2000, à l'UE-25 pour la période 2001-2003 et à l'UE-27 à compter de 2004.

11. Solde du compte de transactions courantes ¹⁾

(en pourcentage du PIB)

	Zone euro ²⁾	Union européenne ³⁾	États-Unis	Japon
1998	0,3	0,3	-2,5	3,1
1999	-0,5	-0,2	-3,3	2,6
2000	-1,5	-1,1	-4,3	2,6
2001	-0,3	-0,8	-3,8	2,1
2002	0,8	0,0	-4,4	2,9
2003	0,4	0,0	-4,8	3,2
2004	0,8	0,1	-5,5	3,7
2005	0,2	-0,2	-6,1	3,6
2006	0,0	-0,7	-6,2	3,9
2007	0,3	-0,6	-5,3	4,8



Sources : BCE, Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (États-Unis), Banque du Japon et ministère japonais des Finances

1) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.1)

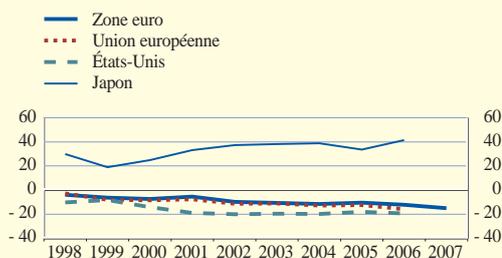
2) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_GS_N.PGDP.4F_N)

3) Les données se rapportent à l'UE-15 jusqu'en 2000, à l'UE-25 pour la période 2001-2003 et à l'UE-27 à compter de 2004.

12. Position extérieure nette ¹⁾

(en pourcentage du PIB)

	Zone euro ²⁾	Union européenne	États-Unis	Japon
1998	- 3,7	- 2,8	- 10,2	29,9
1999	- 6,1	- 7,9	- 8,3	19,0
2000	- 7,3	- 8,4	- 14,1	24,8
2001	- 5,5	- 7,6	- 19,0	33,2
2002	- 9,7	- 11,2	- 19,9	37,3
2003	- 10,5	- 11,0	- 19,5	38,2
2004	- 11,4	- 12,8	- 19,6	38,7
2005	- 10,4	- 12,3	- 18,0	33,7
2006	- 12,1	- 15,8	- 19,2	41,4
2007	- 15,0	-	-	-

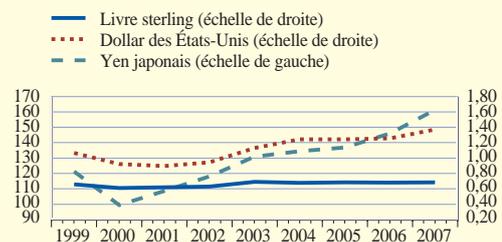


Sources : BCE, Eurostat, Bureau of Economic Analysis (États-Unis), Banque du Japon et ministère japonais des Finances

1) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.1)2) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_IIP_NT.PGDP.4F_N)13. Taux de change de l'euro ¹⁾

(monnaie nationale pour 1 euro)

	Dollar des États-Unis ²⁾	Yen japonais ³⁾	Livre sterling ⁴⁾
Moyenne 1989-1998 ⁵⁾	1,1974	143,97	0,73198
1999	1,0658	121,32	0,65874
2000	0,9236	99,47	0,60948
2001	0,8956	108,68	0,62187
2002	0,9456	118,06	0,62883
2003	1,1312	130,97	0,69199
2004	1,2439	134,44	0,67866
2005	1,2441	136,85	0,68380
2006	1,2556	146,02	0,68173
2007	1,3705	161,25	0,68434



Sources : BCE

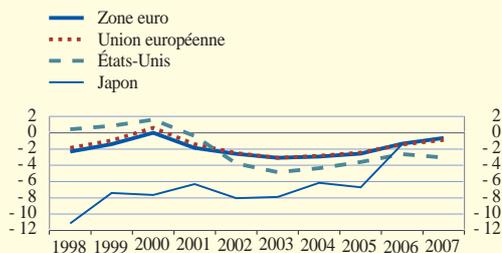
1) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (chapitre 8, Section 8.2) et dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 4, Section 4.10)2) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A)3) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A)4) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A)

5) Les taux de change jusqu'en décembre 1998 (calculés par la Commission européenne) se rapportent à l'écu.

14. Déficit (-) / excédent (+) public

(en pourcentage du PIB)

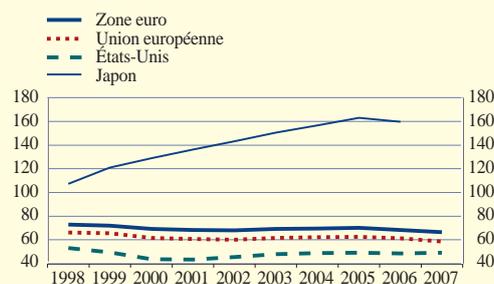
	Zone euro ¹⁾	Union européenne ²⁾	États-Unis ³⁾	Japon ⁴⁾
1998	- 2,3	- 1,9	0,4	- 11,2
1999	- 1,4	- 1,0	0,9	- 7,4
2000	0,0	0,6	1,6	- 7,6
2001	- 1,8	- 1,4	- 0,4	- 6,3
2002	- 2,6	- 2,5	- 3,8	- 8,0
2003	- 3,1	- 3,1	- 4,8	- 7,9
2004	- 2,9	- 2,8	- 4,4	- 6,2
2005	- 2,6	- 2,5	- 3,6	- 6,7
2006	- 1,3	- 1,4	- 2,6	- 1,4
2007	- 0,6	- 0,9	- 3,0	-

Sources : BCE, Commission européenne, Bureau of Economic Analysis (États-Unis) et *Economic and Social Research Institute* (Japon)1) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (chapitre 6, Section 6.1) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G)2) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 11, Section 8) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G)3) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (chapitre 9, Section 9.2) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G)4) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (chapitre 9, Section 9.2) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JPN.B1300.DEF.B0000.CU.G)

15. Dette publique

(en pourcentage du PIB)

	Zone euro ¹⁾	Union européenne ²⁾	États-Unis ³⁾	Japon ⁴⁾
1998	72,8	66,3	53,0	107,2
1999	72,0	65,7	49,4	120,9
2000	69,3	61,7	43,7	129,0
2001	68,2	60,8	43,2	136,4
2002	68,0	60,2	45,4	143,3
2003	69,2	61,7	48,0	150,5
2004	69,6	62,1	48,9	156,8
2005	70,2	62,6	49,2	163,2
2006	68,5	61,3	48,6	159,5
2007	66,4	58,7	49,2	-



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

1) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (chapitre 6, Section 6.2) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)

2) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 11, Section 11.9) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G)

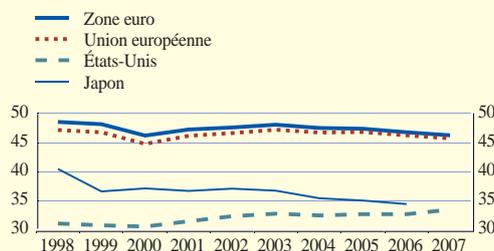
3) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (chapitre 9, Section 9.2) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)

4) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (chapitre 9, Section 9.2) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)

16. Dépenses publiques

(en pourcentage du PIB)

	Zone euro ¹⁾	Union européenne ²⁾	États-Unis ³⁾	Japon ⁴⁾
1998	48,6	47,2	31,1	40,5
1999	48,2	46,8	30,8	36,6
2000	46,2	44,8	30,6	37,1
2001	47,3	46,2	31,5	36,7
2002	47,6	46,6	32,4	37,1
2003	48,1	47,2	32,8	36,7
2004	47,5	46,7	32,5	35,5
2005	47,4	46,8	32,7	35,1
2006	46,8	46,3	32,7	34,4
2007	46,3	45,8	33,5	-



Sources : BCE, Commission européenne, *Bureau of Economic Analysis* (États-Unis) et *Economic and Social Research Institute* (Japon)

1) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (chapitre 6, Section 6.1) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)

2) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 11, Section 11.10) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G)

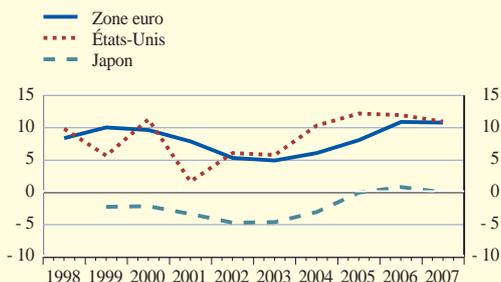
3) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.1) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)

4) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.1) et accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)

17. Concours bancaires : Prêts des IFM au secteur privé

(variations annuelles en pourcentage)

	Zone euro ¹⁾	Union européenne	États-Unis	Japon
Moyenne 1989-1998	7,1	-	5,6	-
1998	8,4	-	9,8	-
1999	10,0	-	5,7	-2,3
2000	9,6	-	11,3	-2,2
Élargissement de la zone euro				
2001	7,9	-	1,7	-3,4
2002	5,3	-	6,1	-4,7
2003	4,9	-	5,8	-4,6
2004	6,1	-	10,3	-3,0
2005	8,1	-	12,2	0,0
2006	10,9	-	11,9	0,8
Élargissement de la zone euro				
2007	10,8	-	10,9	0,0



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

1) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw/quickview.do?SERIES_KEY=9.BSI.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E)

18. Taux des dépôts interbancaires à 3 mois ¹⁾

(en pourcentages annuels ; moyennes sur la période)

	Zone euro ²⁾	Union européenne	États-Unis ³⁾	Japon ⁴⁾
1998	3,96	-	5,57	0,66
1999	2,96	-	5,41	0,22
2000	4,40	-	6,53	0,28
Élargissement de la zone euro				
2001	4,26	-	3,78	0,15
2002	3,32	-	1,80	0,08
2003	2,33	-	1,22	0,06
2004	2,11	-	1,62	0,05
2005	2,18	-	3,56	0,06
2006	3,08	-	5,19	0,30
Élargissement de la zone euro				
2007	4,28	-	5,30	0,79

Sources : Fédération bancaire européenne et *British Bankers' Association*1) Données publiées dans le *Bulletin mensuel* (chapitre 4, Section 4.6) et dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 9, Section 9.5)2) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD_LST)3) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR_LST)4) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR_LST)19. Rendement des emprunts publics à dix ans ¹⁾

(en pourcentages annuels ; moyennes sur la période)

	Zone euro ²⁾	Union européenne	États-Unis ³⁾	Japon ⁴⁾
Moyenne 1989-1998	8,38	-	6,94	4,23
1998	4,71	-	5,33	1,30
1999	4,66	-	5,63	1,76
2000	5,44	-	6,03	1,76
Élargissement de la zone euro				
2001	5,03	-	5,01	1,34
2002	4,92	-	4,60	1,27
2003	4,16	-	4,00	0,99
2004	4,14	-	4,26	1,50
2005	3,44	-	4,28	1,39
2006	3,86	-	4,79	1,74
Élargissement de la zone euro				
2007	4,33	-	4,63	1,68



Sources : BCE, Reuters et Thomson Financial Datastream

1) Données publiées dans le *Statistics Pocket Book* (Chapitre 1, Section 1.2)2) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD)3) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT_RR.YLD)4) Données accessibles à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) de la BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT_RR.YLD)

NOTES GÉNÉRALES

L'annexe présente l'évolution des principaux indicateurs statistiques au cours des dix dernières années et, lorsque cela est possible, la valeur moyenne de l'indicateur pour les dix années précédant l'introduction de l'euro. Les données figurant dans les tableaux sont exprimées sur une base annuelle et, sauf indication contraire, désignent les variations annuelles en pourcentage.

La plupart des séries de données relatives à la zone euro ont trait à l'Euro-13 (y compris la Slovénie). Toutefois, les statistiques de finances publiques se rapportent à l'Euro-15 (la zone euro intégrant Chypre et Malte) et, en ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires et l'IPCH, les séries relatives à la zone euro recouvrent les États membres de l'UE ayant adopté l'euro à la période sur laquelle portent les statistiques (pour une description détaillée, cf. les Notes générales de la partie « Statistiques de la zone euro » du *Bulletin mensuel*). Les changements dans la composition de la zone euro sont matérialisés dans les tableaux par une ligne horizontale.

